

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

---

# LE MARCHÉ DE L'ARGENT

---

LES FLUCTUATIONS DES COURS DE 1913 A 1922

LEURS CONSÉQUENCES MONÉTAIRES

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences Politiques et Economiques)

*Présentée et soutenue le 30 Novembre 1922, à 16 h. 30*

PAR

**Victor ESVELIN**

---

*Président : M. GERMAIN-MARTIN, Professeur*

*Suffragants : MM. NOGARO et DOLLEANS*

---

LORIENT  
Al. CATHRINE, EDITEUR  
Place Bisson, 18  
1922





*La Faculté n'entend donner aucune approbation  
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;  
ces opinions doivent être considérées comme propres  
à leurs auteurs*

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

---

# LE MARCHÉ DE L'ARGENT

---

LES FLUCTUATIONS DES COURS DE 1915 A 1922  
LEURS CONSÉQUENCES MONÉTAIRES

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences Politiques et Économiques)

*Présentée et soutenue le 30 Novembre 1922, à 16 h. 30*

PAR

**Victor ESVELIN**

---

*Président : M. GERMAIN-MARTIN, Professeur*

*Suffragants : MM. NOGARO et DOLLEANS*

---

LORIENT  
AL. CATHRINE, ÉDITEUR  
Place Bisson, 18  
1922





Digitized by the Internet Archive  
in 2026

MEIS MAGISTRIS ET AMICIS

Victor ESVELIN



## INTRODUCTION

---

*Longtemps avant la guerre, l'on semblait s'être à peu près désintéressé, dans les milieux politiques et financiers des grands pays civilisés, de la question de l'argent métal.*

*Le sujet, à vrai dire, ne présentait plus depuis le début du XXe siècle qu'un intérêt de second plan.*

*L'agitation intense qui, vers 1886 s'était créée et propagée, en France comme en Angleterre, en faveur du régime bimétalliste s'était en effet et peu à peu apaisée. L'argent était sorti de cette controverse notablement déprécié.*

*On avait définitivement reconnu, dans ce siècle où le développement du Commerce et de l'Industrie avait eu pour conséquence directe de multiplier le nombre des transactions, que le métal blanc constituait un médium circulant incommode, encombrant, s'adaptant mal aux nécessités économiques.*

*D'autre part, la découverte de riches gisements d'or en Californie et au Transvaal avait contribué à propager dans le monde l'usage de ce métal précieux qui se substitua de plus en plus à celui de l'argent, pour les échanges intérieurs comme pour les règlements internationaux.*

*Aussi les Pays Scandinaves, l'Allemagne, le Japon et le Mexique, adoptèrent-ils successivement l'étalon*

*d'or, tandis que la France et l'Union latine suspendaient la frappe des écus.*

*Les pays asiatiques eux-mêmes, demeurés jusque là fidèles à l'argent, commencèrent à réserver dans leurs achats de métaux une place de plus en plus grande au métal jaune.*

*Enfin l'Inde, les Straits Settlements, les Philippines se rallièrent au système du « Gold Exchange Standard » régime de transition destiné à ménager dans l'avenir le passage à l'étalon d'or.*

*Ce sentiment de désaffection pour l'argent, partagé avant la guerre par la plupart des Etats, se traduisit d'une façon frappante dans les cours du métal. L'once d'argent de 31 gr. 910, qui au cours de la décade 1851-1860 avait atteint le prix de 63 3/4 d., ne valait plus que 25 1/2 d. en 1914. Il convient toutefois de signaler que la découverte de mines d'argent nouvelles à la fin du XIXe siècle et l'augmentation de production qui en fut la conséquence, contribuèrent pour une large part à la chute ininterrompue du cours du métal depuis 1873.*

*Telle était la situation lorsque la guerre vint à éclater.*

*L'on estima généralement à ce moment que la dépréciation de l'argent ne s'aggraverait pas. La baisse des cours ayant provoqué la fermeture de quelques mines à faible rendement, il en était résulté une certaine raréfaction du métal qui, en face d'une demande que l'on ne supposait pas devoir être active, aurait croyait-on pour résultat de soustraire le niveau des cours à toute fluctuation sensible.*

*L'on n'avait point suffisamment prévu les troubles profonds qu'allaient exercer les événements sur les*

*facteurs divers qui en temps normal se partagent une part d'influence sur le marché du métal blanc.*

*A partir de 1916, les cours de l'argent manifestèrent leur première tendance à la hausse. Des théoriciens éminents émirent l'avis qu'elle ne serait que passagère. Et cependant elle ne fit que s'accroître au cours des années qui suivirent. En dépit des prohibitions gouvernementales, et malgré le contrôle étroit des marchés, la courbe des prix poursuivit sa marche ascendante, si bien qu'en février 1920 le cours du métal accusait par rapport à celui d'avant-guerre une majoration de plus de 200 0/0. Cette date devait marquer le point dominant de la hausse.*

*Avec une rapidité étonnante, les cours fléchirent pendant toute l'année 1920, pour se stabiliser enfin en l'année 1921 à un taux sensiblement égal à celui d'avant-guerre.*

*Tel est en quelques mots ce que l'on a appelé : « L'extraordinaire aventure de l'argent » au cours de ces dernières années.*

*La question a suscité, tant elle était complexe, les controverses les plus vives.*

*La gravité des événements commandait à vrai dire de la circonspection et de la prudence plutôt que des appréciations hâtives. Il fallait le recul du temps pour permettre d'embrasser dans leur ensemble toutes les données du problème, et pour qu'un jugement motivé vint fixer l'opinion.*

*Nous ne nous attribuons nullement le mérite d'avoir le premier révélé les causes ni les conséquences des fluctuations de l'argent pendant et après la guerre. Depuis deux ans, des auteurs qualifiés ont écrit à ce sujet avec un sens très exact des réalités. Notre*

*rôle est plus modeste. Nous nous sommes simplement évertué à grouper dans un ordre méthodique des documents épars, et à dégager de l'analyse des faits certains aperçus théoriques, qui, en élevant la portée générale de cette question, permettront d'étudier dans leur application les grands principes de la science monétaire contemporaine.*

*Nous espérons que ce travail sera de quelque utilité à ceux qui éprouveront le désir de se documenter sur le système monétaire des pays asiatiques, et aussi à tous ceux qui voudront se faire une opinion sur la nature et sur les causes des fluctuations de l'argent qui furent, a-t-on dit, une des grandes surprises de la guerre.*

*Puissions-nous avoir fait œuvre utile !*

*Nous tenons au seuil de cette étude à remplir l'agréable devoir d'exprimer nos sentiments de gratitude à Messieurs les Professeurs de la Faculté de Droit de Paris, dont l'enseignement nous fut d'une aide si précieuse et en particulier à Monsieur le Professeur Germain Martin qui voulut bien guider nos recherches et nous honorer de ses conseils.*

---

PREMIERE PARTIE

---

**La Hausse de l'Argent**  
de 1915 à 1920



## PREMIERE PARTIE

---

# La Hausse de l'Argent de 1915 à 1920

---

Le point culminant de la hausse fut atteint avous dit en février 1920.

L'élévation des cours avait suivi jusqu'à cette date une courbe presque continuellement ascendante, avec de très légers fléchissements à des intervalles espacés.

Nous nous proposons dans les chapitres qui vont suivre, de rechercher les causes diverses, multiples, de cette élévation surprenante et continue, en examinant les conditions et les résultats de la production et en calculant l'importance des stocks d'argent pendant la période considérée, en analysant la demande asiatique et celle des pays occidentaux, en étudiant enfin les répercussions qu'a entraînées dans ce domaine, comme en tous autres, la hausse du niveau général des prix.

Nous essayerons en même temps de fixer la part d'influence qu'ont eue respectivement sur le phénomène de la hausse chacune des causes analysées.

Nous nous livrerons ensuite à l'étude détaillée et chronologique du marché depuis l'apparition de la hausse, jusqu'au moment où se sont fait sentir ses dernières manifestations.



## TITRE PREMIER

---

# Les causes de la Hausse

---

## CHAPITRE PREMIER

---

### *LA PRODUCTION*

---

L'argent est un métal presque exclusivement américain. Il semblerait que la nature s'est plu à n'en répandre les gisements abondants que le long de l'immense chaîne qui, par les Montagnes-Rocheuses et la Cordillère des Andes, traverse du Nord ou Sud le Nouveau-Continent. Les pays grands producteurs sont : le Mexique, les Etats-Unis et le Canada. On trouve également de l'argent en Australie, au Japon, dans l'Inde, mais ces pays ne possèdent que des gisements peu importants, dont le minerai pauvre ne permet qu'une intensification relative de la production. C'est ainsi qu'au cours de ces dernières années, l'Eu-

rope, l'Asie et l'Afrique ne concouraient à la production mondiale que dans une proportion de 20 0/0.

Le métal blanc se trouve rarement à l'état pur et peu de mines se consacrent à son exploitation exclusive. Il est généralement réuni à d'autres métaux dont il constitue un des sous-produits. C'est comme tel qu'il est extrait du minerai de plomb, de cuivre, de zinc ou d'or.

Ces brèves explications vont nous permettre de dégager la nature des facteurs susceptibles d'influencer la production mondiale de l'argent.

Disons tout d'abord que le *cours du métal sur le marché exerce une influence sur l'industrie extractive*. On comprend en effet très bien que les hauts prix stimulent la production, et c'est là une sorte d'axiome que l'on peut observer dans tous les domaines de l'activité économique. Mais en ce qui concerne l'argent, l'on se trouve en présence de circonstances particulières tenant d'une part aux conditions techniques de son extraction, d'autre part au rôle qu'il joue dans le monde comme métal précieux.

L'industrie minière rappelle d'une façon très accentuée le phénomène économique que Ricardo a appelé « la rente du sol ». Les mines en effet sont inégalement favorisées. La richesse ou l'abondance du minerai, la nature géologique du terrain, la facilité plus ou moins grande d'exploitation, la proximité des voies de communication rapides et peu coûteuses, tous ces facteurs créent entre les entreprises en outre de l'idoneité et de l'habileté de la direction, des différences considérables dans l'établissement du prix de revient. Ainsi dans le district minier de Cobalt le prix de revient de l'once d'argent variait pour les différentes mines entre 33.87 cents de dollar et 87.17.

Mais si le prix de revient varie suivant les mines, par contre le prix du métal sur le marché est nécessairement unique. C'est celui qui est capable de donner le minimum de rémunération au capital engagé, dans les moins favorisées d'entre les mines. Dans ces conditions, si le cours du métal sur le marché ne permet pas aux mines dites « marginales » de réaliser ce minimum de rémunération, elles fermeront leurs portes plutôt que de travailler à perte. C'est ainsi qu'avant la guerre on assistait à la fermeture et à la réouverture périodiques, suivant les cours, d'un grand nombre de mines à faible rendement. Ces observations toutefois risqueraient d'être inexactes si on les prenait dans un sens trop absolu. La liaison entre le cours du métal et la production n'est pas aussi étroite que le laisse apparaître tout exposé théorique. Il faut en effet que la hausse du cours soit importante et prolongée pour provoquer l'ouverture de nouvelles exploitations. De même en cas de baisse temporaire, certaines entreprises marginales n'hésitent pas à exploiter pendant quelque temps à perte, et à prolonger l'extraction même après l'apparition de la baisse. On voit donc l'importance que le prix du métal est susceptible d'avoir sur le développement de la production. C'est là un trait caractéristique de l'exploitation minière. Pour les objets fabriqués, en effet, le prix de revient a d'ordinaire un champ de variation assez faible, d'une usine à l'autre, dans un même pays.

D'autre part, en ce qui concerne l'argent, les conditions de la production se trouvent soumises à d'autres facteurs importants.

Nous avons vu en effet que le métal blanc est traité dans la plupart des mines comme sous-produit de di-

vers métaux communs, comme le cuivre et le plomb. On estime que 70 0/0 de l'argent produit aux Etats-Unis et 40 0/0 de l'extraction mondiale de ce métal a cette origine.

D'où il résulte que la production de l'argent est non seulement liée au cours de ce métal, mais encore à celui de certains métaux communs ; une baisse dans la production de ceux-ci tend inévitablement à réagir dans le même sens sur celle de l'argent. La situation devient dès lors très complexe, car si par exemple une hausse du prix du cuivre amène un accroissement dans la production des deux métaux et qu'à ce moment la demande d'argent se ralentisse, il en résultera un déséquilibre entre l'offre et la demande de métal blanc, et l'augmentation de l'offre en présence d'une demande stationnaire provoquera une chute des prix.

En résumé, constatons que si le cours de l'argent commande en quelque sorte la production de ce métal, ce résultat n'est atteint que si d'une part le cours de l'argent demeure relativement stable, et que si d'autre part les conditions même de sa production permettent d'en proportionner l'offre à la demande.

Ceci nous amène à envisager le problème inverse et à nous demander si la production, elle aussi, n'exerce pas une influence directe sur le cours de l'argent et dans quelle mesure. L'étude du marché dans la seconde moitié du XIX<sup>e</sup> siècle et le commencement du XX<sup>e</sup> est à ce sujet un exemple typique et concluant. A partir de 1860 la production mondiale commença à s'accroître. Elle était de 1.100.000 kgr. par an pour la période quinquennale 1861-1865, elle s'éleva à 1.340.000 dans la période suivante, puis à 2.000.000 de 1871 à 1875. Depuis lors la production ne cessa

de s'intensifier jusqu'à la veille de la guerre. Elle atteignait 5.100.000 kgr. en 1893 et 7.000.000 en 1911. C'est cet afflux de métal qui causa pour la plus grande part la dépréciation de l'argent à partir de 1873.

On s'étonnera peut-être que la production ait continué à s'accroître alors que les cours fléchissaient d'une façon constante et ininterrompue ?

Il y a deux causes à cette anomalie apparente. Tout d'abord c'est au cours des cinquante dernières années que l'on découvrit de nombreux gisements argentifères, notamment au Canada. Ces gisements extrêmement riches et contenant un minerai dont l'extraction était relativement peu coûteuse fournirent aux producteurs, la possibilité de lancer le métal sur le marché malgré l'avilissement des prix.

D'autre part les progrès de la technique industrielle permirent de traiter à bas prix des minerais complexes très pauvres, grâce à des procédés nouveaux, comme la cyanuration, et au perfectionnement croissant de l'outillage.

Ces méthodes d'extraction nouvelles furent d'autant plus employées que la production du cuivre et du plomb se développait sans cesse, par suite de la grosse demande dont ces métaux étaient l'objet, et que les producteurs voyaient dans la récupération de l'argent contenu dans le minerai un moyen de réduire notablement leurs prix de revient. La quantité d'argent ainsi récupérée fut énorme puisqu'elle détermina une grande augmentation de la production malgré l'abandon, par suite de la baisse du métal, de la plupart des mines dont l'argent formait le produit unique ou principal.

Il importe toutefois d'observer que si au cours du XIX<sup>e</sup> siècle le nombre des gisements argentifères s'était enrichi de découvertes nouvelles, les découvertes

de cette nature sont par contre devenues, en ces dernières années, de plus en plus rares.

Pouvait-il en être autrement ?

L'homme s'est senti de tout temps entraîné d'une manière irrésistible par l'appât du gain. Aussi s'est-il lancé depuis l'époque la plus reculée à la conquête des trésors enfouis au sein de la planète terrestre, en manifestant une grande prédilection pour les métaux précieux qu'il recherchait avec âpreté à cause de la grande valeur qu'ils présentaient sous leur volume restreint et aussi de leur facilité de transport. Mais les richesses de la nature aussi bien que les progrès de la science ne sont point sans limites. Le moment semblait donc venu où les possibilités de découvertes se trouvaient pour ainsi dire taries.

Bien plus, les gisements qui se trouvaient alors en état d'exploitation avaient perdu de leur productivité première.

Dans la plupart de ces gisements, les couches artificielles avaient été traitées, c'est-à-dire les parties les plus riches, celles qui contiennent le minerai à teneur métallique élevé. On en était arrivé aux couches profondes, celles où les difficultés d'extraction augmentent, en même temps que diminue la richesse du minerai. Le rendement des mines était en décroissance.

Ajoutons qu'au cours des années qui ont précédé la guerre, l'appauvrissement des mines d'argent avait été dans une certaine mesure compensé par l'amélioration des procédés techniques de traitement du minerai (1). Certains pays, comme les Etats-Unis par exemple,

---

(1) On s'était surtout attaché à perfectionner les anciennes méthodes (Lessivage Elfnare ; Cyanuration, procédé Crowe ; Volatilisation par chloruration).

étaient arrivés par ce moyen à maintenir le niveau de leur production. Mais dans cet ordre d'idées on paraissait encore avoir atteint la limite des progrès à réaliser. L'utilisation des minerais avait été poussée jusqu'à des teneurs si petites qu'il ne semblait plus possible d'attendre de la science métallurgique un accroissement notable du rendement des mines.

L'exposé qui précède nous a paru nécessaire. Il permettra de comprendre mieux ce qu'a été la production depuis le début des hostilités.

Une observation essentielle s'impose immédiatement à ce propos. C'est qu'à partir d'août 1914, la diminution de la production de l'argent s'est affirmée en s'accroissant, malgré l'élévation ininterrompue des cours. La proportion de cette diminution a d'ailleurs varié dans les différents Etats producteurs, d'après la situation particulière de chacun d'eux pendant ces années de bouleversement économique profond.

Ce fait d'ordre général n'a pas manqué de provoquer un certain étonnement chez ceux qui pensaient que les hauts prix devaient nécessairement stimuler la recherche du métal. On arrive à l'expliquer par les considérations suivantes :

Il ne suffit pas pour mesurer le degré de la stimulation à la production de constater l'écart existant entre le cours du métal à différentes époques déterminées. Il faut également et surtout considérer le taux de coefficient qu'il y a lieu d'attribuer à ces cours en représentation du coût de l'extraction aux différentes époques envisagées.

On conçoit aisément que si le prix de revient moyen des mines n'avait pas varié depuis 1914, la stimulation à la production eut été considérable. Mais il en fut tout autrement. L'industrie minière fut, comme

toutes les autres industries, emportée dans le grand mouvement de la hausse des prix, et elle vit les différents éléments entrant dans la composition de ses prix de revient augmenter dans de très notables proportions.

C'est ainsi qu'aux Etats-Unis, le coût de la machinerie augmenta de 35 à 100 0/0. Les explosifs étaient devenus rares et coûteux par suite de leur utilisation intensive pour les fabrications de guerre ; ils accusèrent une augmentation de prix de 175 à 200 0/0. Le cyanure de sodium devint difficile à se procurer car il était avant la guerre importé d'Allemagne. Les producteurs se trouvaient dans la nécessité d'en acheter à nos alliés d'outre-Manche à des prix supérieurs de 100 0/0 à ceux d'avant-guerre.

Quant aux salaires, on sait qu'ils sont étroitement liés au coût de la vie. Or, d'après les index numbers de Dun, basés sur les prix de 300 éléments, comprenant 50 0/0 de denrées alimentaires, 18 0/0 de textiles, et 16 0/0 de matières minérales, le prix de la vie aux Etats-Unis représenté par 100 en janvier 1914 s'était élevé jusqu'à 229 en février 1920, ce qui correspond à une augmentation de 129 0/0. Si l'on veut tenir compte de ce fait que les taux des salaires n'ont point servilement suivi le niveau général du coût de la vie, mais se sont trouvés modifiés par à coups et à intervalles parfois espacés, il n'en reste pas moins que l'augmentation doit être considérée comme ayant oscillé entre 75 et 100 0/0.

M. le Directeur de la Butte and Superior Mining C<sup>o</sup> (1) fait ressortir qu'en 1920 le prix global

---

(1) Cf. Circulaire annuelle de Mrs Samuel Montagu, Londres 1920.

de revient pour l'industrie minière américaine s'était élevé dans une proportion de 80 à 100 0/0.

Tableau de la production mondiale de l'argent  
en millions d'onces

|             | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 | 1920 | 1921 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ÉTATS-UNIS  | 72   | 75   | 74   | 71   | 68   | 57   | 55   | 50   |
| MEXIQUE     | 27   | 40   | 23   | 35   | 63   | 66   | 67   | 70   |
| CANADA      | 28   | 25   | 25   | 23   | 21   | 16   | 13   | 10   |
| AUSTRALIE   | 15   | 9    | 10   | 10   | 11   | 7    | 4    | 3    |
| AUTRES PAYS | 38   | 34   | 34   | 35   | 35   | 32   | 31   | 32   |
|             | 180  | 183  | 166  | 174  | 198  | 178  | 170  | 165  |

On voit d'après ces chiffres combien l'augmentation du prix de revient a eu pour effet de réduire pour les producteurs la marge des bénéfices qu'auraient dû provoquer les hauts prix de l'argent. Si l'on fait un rapprochement entre le cours du métal avant la guerre qui était de 60 cents à New-York, avec un prix de revient égal à 100, et le cours en février 1920, qui était de 133 d. avec un prix de revient égal à 200, on remarque que les deux séries accusent une majoration presque identique.

En d'autres termes, il faudrait fixer aux environs de 120 cents de dollar or le cours de l'once d'argent pour lequel la production américaine de ce métal se serait trouvée en février 1920 dans la même situation économique qu'avant la guerre.

En février 1920, l'argent cotait il est vrai 133 cents, et la stimulation à la production pouvait à ce moment se mesurer par une majoration de prix de 10 0/0. Mais d'une part ce pourcentage était trop peu élevé pour inciter les producteurs à exploiter des entreprises

nouvelles, et d'autre part le prix de 133 cents est un prix record, qui ne se maintint que pendant quelques jours, et que nous n'avons choisi que parce qu'il marque un angle critique dans la courbe des prix du métal.

L'élévation du prix de revient ne fut point la cause unique de la diminution de la production. La crise générale de la main d'œuvre contribua aussi à entraver son essor.

Aux Etats-Unis comme au Canada et en Australie, les travailleurs des usines durent quitter les chantiers pour prendre les armes. La main d'œuvre utile s'en trouva très appauvrie. Il ne fallait pas d'ailleurs songer à remplacer tant d'ouvriers spécialisés mobilisés par les nouveaux immigrants inexpérimentés, ou en tout cas d'un rendement insuffisant, imparfait. D'un autre côté la lutte toujours latente entre le patronat et la main d'œuvre s'engagea même souvent sur le terrain propice de la cherté de la vie. Les hauts salaires ne résolvaient pas en général, dans la masse des travailleurs, le problème posé par les dures exigences du moment. Comme la propagande révolutionnaire ne demeurait point inactive, les relations entre le capital et le travail en furent maintes fois troublées. Des grèves répétées éclatèrent principalement aux Etats-Unis et en Australie. Dans ce dernier pays une grève commencée en mai 1919 ne se termina qu'en novembre 1920.

Nous avons vu dans les pages qui précèdent qu'il y avait une étroite connexité entre l'extraction de certains métaux communs, comme le plomb et le cuivre et l'extraction de l'argent. Nous allons voir dans celles qui suivent si la recherche et l'extraction de ces métaux communs ont exercé une influence réelle sur la production et sur le cours de l'argent.

Nous n'avons point oublié les quantités considérables de cuivre et de plomb qui sont entrées pendant la guerre dans la fabrication des armes et des munitions. La demande de ces deux métaux fut pour cette raison particulièrement intense.

Les nations belligérantes en étaient réduites à solliciter l'obtention par persuasion et à des prix élevés, des stocks individuels existant sous toute forme chez les habitants.

L'appel à la production fut à plus forte raison, extrêmement pressant. Les prix montèrent et la stimulation s'en trouva accrue. L'accroissement de la production atteignit plus de 50 0/0 de 1913 à 1916 aux Etats-Unis. Il n'en résulta pas d'augmentation appréciable de la production de l'argent qui dans ce pays demeura stationnaire.

Cela tient uniquement à ce que, en temps normal, le traitement de l'argent extrait s'effectue avec le même soin que le traitement du cuivre et des autres métaux avec lesquels on le retire de la mine. Il arriva que pendant la guerre, les producteurs n'eurent pas toujours intérêt à poursuivre le traitement intégral des minerais complexes cuivreux et plombeux. La récupération de l'argent contenu dans ces minerais ne pouvait se faire qu'à des prix beaucoup trop élevés pour que l'opération fut commercialement avantageuse, car la hausse du métal blanc était restée comparativement inférieure à celle des autres métaux.

Aussi ces producteurs s'appliquèrent-ils à tirer parti des métaux communs, dont ils avaient le placement certain, à des prix rémunérateurs, en négligeant le métal blanc qui n'avait pour eux, à ce moment, qu'une valeur d'utilisation notablement diminuée.

La demande de cuivre se ralentit en 1919, par suite de la cessation définitive des fabrications de guerre.

A partir de ce moment, les stocks européens pesèrent lourdement sur le marché, et le prix du cuivre ne s'éleva guère plus à plus de 50 0/0 au-dessus du prix d'avant-guerre.

On ne peut à ce sujet se dispenser de faire allusion aux errements de la politique commerciale suivie depuis 1919 par les grands producteurs américains. Pendant toute la durée des hostilités la majeure partie de la production avait été concentrée entre les mains d'un très petit nombre d'entreprises. « L'Américan Smelting », l'« Anaconda Copper Mining C<sup>o</sup> », et la « U. S. Smelting and Refining C<sup>o</sup> » qui fournissent à elles seules 56 0/0 de la production mondiale, et 75 0/0 de la production de l'Amérique du Nord, se concertèrent, en vertu d'un accord de juin 1919, pour exercer un contrôle rigoureux sur l'exportation de l'argent.

L'entente se proposait évidemment pour but de surveiller plus étroitement, de tenir le marché, en vue de la réalisation de bénéfices plus importants, mais elle avait également pour objet de ravir à l'Angleterre la prépondérance qui lui appartenait jusque là dans la fixation et la réglementation des cours.

Avec de tels errements commerciaux, pratiqués par un tel monopole, ne devait pas coïncider une particulière intensité dans le développement de la production.

L'intérêt des producteurs était en effet, en présence d'une demande considérable d'argent, de restreindre l'offre de ce métal, de manière à en maintenir les cours à des taux élevés.

C'est dans cette voie que s'orienta, nous le répétons, dès 1919, la coalition des producteurs américains et leur exemple fut partout suivi avec un empressement unanime.

Les bénéfices élevés qu'ils arrivaient à réaliser par ce moyen, constituaient pour eux une compensation au marasme provenant de la crise des métaux communs qui laissait sans emploi une fraction importante de la capacité de production.

L'étude à laquelle nous venons de nous livrer sur les péripéties qui ont marqué, principalement aux États-Unis, le phénomène de la production, s'applique à la plupart des autres pays grands producteurs d'argent, sous la réserve toutefois des effets spéciaux qu'ont pu occasionner respectivement dans chacun d'eux certaines influences locales.

C'est surtout au Mexique, au Canada et en Australie que ces influences particulières se sont fait sentir.

Le Mexique était avant la guerre le plus grand producteur d'argent. Les gisements de ce pays sont les plus riches et les plus étendus du monde, leur exploitation est relativement peu coûteuse et donna lieu de tous temps à des profits considérables. On trouve du métal presque à l'état natif dans les États de Mexico, Queretaro, Chihuahua, Jolsco et sous forme de galènes dans les États de Sinaloa, Durango, de Guéréro, etc...

La production du Mexique atteignit en 1911 le chiffre de 80.000.000 d'onces, c'est-à-dire 35 0/0 de la production mondiale.

Le Mexique était à ce moment sous la présidence de Porfirio Diaz qui détenait le pouvoir depuis 1881

et dont la politique modérée avait ramené peu à peu le calme dans le pays.

A sa chute, en 1911, le pouvoir fut livré aux factions et jusqu'à 1918 aucun gouvernement ne put affermir son autorité. Cette anarchie politique ne manqua pas d'exercer son action néfaste sur la vie économique du pays. L'absence de pouvoir coercitif permit au brigandage de régner en maître, compromettant ainsi gravement la liberté indispensable aux transactions. A partir de 1912, la production se mit à décroître. En 1916 elle n'atteignit que le chiffre de 22.000.000 d'onces.

Cependant au cours de ces dernières années, la situation politique étant devenue plus stable, la production mexicaine a pu se développer presque normalement. En 1920, elle était de 64.000.000 d'onces. La création de voies ferrées, notamment dans l'Etat extrêmement riche de Chihuahua, rendit possible l'exploitation de gisements nouveaux.

La production serait sans doute revenue à son chiffre d'avant-guerre, si la reprise du travail n'avait été entravée par la tension des relations entre le Mexique et les Etats-Unis. Dans la région montagneuse, en effet les 3/4 des entreprises sont exploitées par des nationaux américains. Dans chacune d'elles on eût à déplorer l'hostilité de la population mexicaine qui se traduisit par des meurtres nombreux d'ouvriers et d'ingénieurs.

Ajoutons enfin que le Gouvernement mexicain lui-même n'encouragea guère la production de l'argent puisqu'il augmenta le prix de revient des mines d'une taxe de 8 à 12 0/0 sur le prix du métal quand le

cours de l'argent à New-York était supérieur à 100 cents par once (1).

Le Canada, avant la guerre contribuait pour une large part à la production mondiale de l'argent. Dès 1900, on avait mis à jour dans le pays des gisements de cobalt d'une teneur argentifère incomparable, surtout dans les couches supérieures. La production qui en 1900 était de 3.000.000 d'onces passa en 1910 à 33.000.000 d'onces. Mais à mesure que se poursuivait l'exploitation de ces nouveaux gisements, la richesse du minerai allait en diminuant dans des proportions exceptionnellement sensibles, en même temps qu'augmentaient, sans arrêt, les frais de main d'œuvre et d'outillage nécessaires à son extraction. A la suite de l'élévation du prix de la vie, et surtout à partir de 1918, un grand nombre de mines durent fermer leurs portes. En 1920, la production canadienne était tombée à 13.000.000 d'onces.

L'industrie minière australienne subit tout particulièrement les conséquences fâcheuses de l'état de guerre. La plus grande partie de la production d'argent en Australie dérive de l'exploitation des mines de plomb et de zinc de Broken Hill (Nouvelles Galles du Sud). Pendant toute la guerre, la production de ces métaux et leur mise en valeur furent considérablement ralenties par suite des difficultés qu'éprouvaient les exportateurs à se procurer du frêt. En 1919, la cessation des hostilités n'apporta aucune amélioration à cette situation car la rareté et la cherté des frêts persistèrent encore. De plus, la production souffrit du

---

(1) 8 0/0 pour un cours compris entre 100 et 110 c. et 1 0/0 de majoration par 10 c. d'augmentation jusqu'à 12 0/0.

malaise général du pays. Les grèves y furent nombreuses. En 1919, l'exploitation des mines de Broken Hill dut être complètement arrêtée (1) et la production passa de 18.000.000 d'onces en 1913 à 4.000.000 d'onces en 1920.

En résumé, depuis 1914, la production mondiale de l'argent a fortement diminuée, alors que, à partir du même moment, les prix de métal se sont élevés. Nous avons vu comment et par suite de quelles circonstances, l'élévation des prix qui, par le jeu normal des lois économiques aurait dû stimuler la production, n'a eu en réalité aucune influence sur le développement de cette production.

Nous aurons à nous demander si, et dans quelle mesure, il existe une relation de cause à effet entre la diminution de la production et la hausse du métal. Quel fut en d'autres termes la conséquence du ralentissement de la production sur l'envolée incroyable du cours du métal. Nous nous trouvons amenés, pour aider à la solution de cette question, à fournir quelques précisions sur la consistance des stocks d'argent et leur rôle dans la tenue du marché.

Lorsque l'on compare la quantité d'argent employée chaque année depuis 1915, avec la quantité de métal extraite des mines pendant ces mêmes périodes, on constate que le second chiffre est de beaucoup inférieur au premier.

La différence n'a pu provenir que des emprunts faits aux stocks mondiaux de ce métal précieux.

---

(1) Les ouvriers réclamaient la semaine de 30 heures en 5 jours de travail avec un salaire minimum de 1 £. On signalait des salaires de 2 et 3 £ pour les ouvriers spécialisés et de 10 à 14 shillings pour les manœuvres. (Mining and Scientific Press, 25 octobre 1919).

Il existe effectivement dans le monde des stocks d'argent sur l'importance desquels nous donnons plus loin quelque aperçu et qui sont d'une utilisation facile.

C'est ce qui distingue les métaux précieux des métaux communs en général. Ces derniers en effet peuvent être assimilés à des denrées consommables qui perdent leur utilité au bout d'un long usage et après mise en œuvre. Une faible partie de leur valeur peut seule être récupérée, soit que le démontage ou la fonte des objets qu'ils constituent soit très coûteux, soit que les agents atmosphériques en aient altéré la résistance. Dès lors ces métaux restent soumis pour la fixation de leur valeur à l'intensité plus ou moins grande avec laquelle ils sont produits et offerts sur le marché.

Pour l'argent rien de semblable. Ce métal est, il est vrai, employé pour des usages industriels sans qu'il soit possible de le récupérer (industrie chimique, argenteries, etc...), mais ce déchet dû à l'usure ou aux pertes est pratiquement négligeable.

Le métal blanc est surtout employé pour la fabrication de monnaies, de bijoux, de pièces d'orfèvrerie, et ces différents objets peuvent être immédiatement et facilement convertis en métal commercial (1).

Quelle est l'importance du stock mondial ? Les évaluations à ce sujet risquent d'être fort arbitraires. On estime néanmoins que la quantité d'argent produite jusqu'à la fin de 1913 s'est élevée à 360.000 tonnes, c'est-à-dire environ 11.520 millions d'onces. Ce chiffre représente 50 fois la production moyenne d'avant-

---

(1) Par une simple fusion facile à opérer en raison du point relativement bas de liquéfaction de l'argent

guerre. Il resterait à savoir si la totalité de ce stock subsiste encore, mais cela est impossible. La seule chose que l'on puisse approximativement évaluer est le stock monétaire des différents pays. La monnaie américaine le répartissait comme suit fin 1912 :

| (1)                    | En millions<br>de dollars | En millions<br>d'onces |
|------------------------|---------------------------|------------------------|
| Inde .....             | 835                       | 695                    |
| Indo-Chine .....       | 160                       | 140                    |
| Etats-Unis .....       | 542                       | 420                    |
| France .....           | 411                       | 320                    |
| Allemagne .....        | 265                       | 205                    |
| Espagne .....          | 175                       | 135                    |
| Autriche-Hongrie ..... | 152                       | 120                    |
| Grande Bretagne .....  | 117                       | 90                     |
| Russie .....           | 79                        | 60                     |
| Japon .....            | 58                        | 45                     |
| Mexique .....          | 56                        | 45                     |
| Autres Pays .....      | 386                       | 300                    |
|                        | 3.293                     | 2.575                  |

On voit donc l'importance du rôle des stocks dans la détermination de l'offre totale du métal blanc. Le rôle joué par les stocks a été particulièrement important au cours de ces dernières années. C'est pendant cette période, où chaque pays avait le souci de garder jalousement son stock monétaire, que l'on a constaté les mouvements les plus importants de métaux précieux. Nous

---

(1) Cette statistique est incomplète, car elle ne comprend pas le contingent de la Chine, dont le stock est considérable, mais qui ne peut donner lieu à aucune évaluation précieuse en raison du défaut d'homogénéité du système monétaire chinois.

étudierons ces mouvements quand nous parlerons des conséquences des fluctuations du cours de l'argent.

Ce qui précède nous fait comprendre que la diminution de la production d'argent n'a pu avoir qu'une influence toute relative sur l'élévation des cours. Ceci apparaît comme d'autant plus évident que l'appel même qui fut fait à des réserves de métal 50 fois plus grandes que le contingent annuellement produit n'a pu enrayer la hausse des cours.

Il ne semble donc pas que ce soit dans la diminution de l'offre qu'il faille chercher la cause principale de la hausse de l'argent, mais bien dans le développement tout à fait exceptionnel de la demande.

---

*LA DEMANDE DES PAYS OCCIDENTAUX  
POUR LA FRAPPE  
DES MONNAIES DIVISIONNAIRES*

---

Dès avant la guerre, l'argent avait perdu chez toutes les nations occidentales le rôle qu'il possédait autrefois comme étalon monétaire.

Mais cette sorte de déchéance n'empêchait point qu'on l'employât plus couramment que l'or comme monnaie d'appoint.

Le métal blanc présentait à cet effet comme signe monétaire toutes les qualités requises.

Sans doute la légèreté de l'or eut-elle dû lui faire préférer l'usage du métal jaune. Mais il était vraiment impossible d'émietter le métal d'or en pièces infinitésimales pour servir au paiement de toutes les fractions numéraires.

Aussi le métal argent n'a-t-il jamais cessé d'être recherché par les Hôtels des Monnaies pour la frappe des monnaies nécessaires aux échanges plus ou moins importants des différents pays, et suivant les besoins de chacun de ces pays.

Il ne semble pas que ces besoins aient été en temps normal extrêmement élevés.

L'argent sans être absolument inaltérable présente en effet comme d'autres métaux précieux des qualités d'inaltérabilité telles qu'il est d'un usage, non pas indéfini, mais tout au moins durable.

Il y a lieu cependant de procéder au remplacement des pièces frayées ou disparues.

D'un autre côté, le développement progressif de la richesse chez les peuples engendre une multiplicité corrélative des transactions, et nécessite par conséquent une abondance croissante de signes monétaires.

C'est dans ces conditions que les usages monétaires des peuples non asiatiques ont absorbé annuellement, pendant les 5 années qui ont précédé la guerre, de 53 à 60 millions d'onces d'argent. Si l'on déduit de ce chiffre l'appoint des anciennes pièces refondues que l'on a estimé à 18 ou 20 millions d'onces, la quantité de lingots achetés chaque année sur le marché pour être frappés en monnaies représentait donc avant la guerre environ 40 millions d'onces, c'est-à-dire le cinquième ou le sixième de la production totale. Ces chiffres donnent la mesure de l'influence qu'ont pu exercer sur le barème des cours les acquisitions des Hôtels des Monnaies avant la guerre.

Malgré la modicité des chiffres précités, cette influence fut parfois ressentie d'une manière assez vive, car les acquisitions étaient très irrégulières et parce que là encore il arrivait que l'on procédât avec beaucoup de soudaineté et par à coups.

La guerre devait apporter des modifications profondes dans l'état de la demande pour la frappe.

Cette demande devint en effet considérable de 1914 à 1919, à cause de la nécessité dans laquelle on se trouva pendant toute la durée des hostilités de se procurer de la monnaie divisionnaire. On en devine les raisons qui se rapportent aux deux causes principales suivantes : diminution du stock métallique existant, augmentation sans cesse croissante des besoins.

Jamais la monnaie divisionnaire ne fut recherchée avec autant d'activité. Il en fallait aux Armées pour la solde de la troupe. Il en fallait tant que la Trésorerie fut autorisée à utiliser des coupures de papier spéciales dans la zone des Armées. Il en fallait à l'intérieur pour le paiement des allocations familiales infiniment fractionnées. Il en fallait un plus grand nombre dans les entreprises commerciales où, par suite de l'insécurité relative des transactions, l'habitude s'était à peu près généralisée d'exiger les paiements au comptant.

La hausse du prix de la vie augmenta également les besoins de monnaies métalliques. Le « Statist » dans un article d'octobre 1917 semble attacher à cette cause beaucoup d'importance : « La puissance d'achat de la livre sterling, dit-il, n'étant plus que de 12 shillings, il est évident que quiconque veut utiliser une treasury note pour opérer divers petits achats aura besoin d'un nombre plus grand de monnaies d'appoint, c'est dans ce fait qu'il faut chercher la cause principale de la crise de la monnaie divisionnaire ».

Ajoutons que la thésaurisation aggrava encore la pénurie de pièces blanches. L'usage de la monnaie fiduciaire était, il est vrai, entré depuis longtemps dans les mœurs des pays civilisés, mais en temps de guerre, comme en temps de révolution, la méfiance des particuliers se réveille, le crédit de l'Etat est suspecté et les espèces métalliques disparaissent de la circulation. A vrai dire, les individus qui thésaurisèrent ainsi des monnaies d'argent durant les premières années de la guerre, et antérieurement à la hausse du métal, ne pouvaient espérer la réalisation d'un profit immédiat et considérable puisqu'à ce moment, la valeur intrinsèque de ces monnaies par rapport à l'or

était très inférieure à leur valeur nominale, mais en cette matière apparaît dans l'esprit des masses, le vieux préjugé qui tend à considérer les espèces métalliques, qu'elles soient d'or ou d'argent comme le seul gage certain et durable de la richesse.

La France, l'Angleterre et même les Etats-Unis à partir de 1917 subirent au même degré cette demande imprévue de monnaies blanches et durent y subvenir par des frappes nouvelles.

En France, et surtout à partir de 1916, les frappes de pièces d'argent divisionnaires par l'Administration des Monnaies furent considérables. En août 1915, un atelier monétaire fut même établi à Castel-Sarrazin en vue d'intensifier la marche de ce service.

Le tableau suivant donne la nomenclature et le décompte des frappes de monnaies divisionnaires effectuées en France depuis 1914 (en francs) :

| ANNÉES                            | PIECES FRANCAISES<br>REFONDUES |                                          | LINGOTS     | TOTAL        |
|-----------------------------------|--------------------------------|------------------------------------------|-------------|--------------|
|                                   | Pièces<br>de 5 francs          | Pièces<br>divisionnaires<br>démonétisées |             |              |
| 1914 <sup>(1)</sup>               |                                |                                          | 11.000.000  | 11.000.000   |
| 1915                              | 30.900.000                     |                                          | 55.400.000  | 86.300.000   |
| 1916                              | 44.700.000                     |                                          | 109.500.000 | 154.200.000  |
| 1917                              | 28.100.000                     |                                          | 86.400.000  | 114.500.000  |
| 1918                              | 49.800.000                     | 17.900.000                               | 24.700.000  | 92.400.000   |
| 1919 <sup>(2)</sup>               | (47.000.000)                   | (29.800.000)                             |             | (76.800.000) |
| TOTAL<br>des frappes<br>de guerre | 153.500.000                    | 17.900.000                               | 287.000.000 | 458.400.000  |

(1). Second semestre de 1914.

(2). L'année 1919 n'est pas comprise dans les totaux.

Alors que la moyenne annuelle des frappes monétaires du quinquennat d'avant-guerre n'avait été que de 17.600.000 francs, celle du quinquennat de guerre atteignit 102.000.000, soit une augmentation de près de 600 0/0. La valeur théorique des pièces divisionnaires d'argent restant en circulation au 31 décembre 1913 était de 468.000.000 de francs. Ce stock fut donc presque doublé par la frappe globale des quatre années et demie de guerre, puisque cette frappe produisit 450.000.000 de francs de pièces divisionnaires.

Avant la guerre, la France était liée à cet égard par les conventions monétaires de l'Union Latine, et en particulier par celle du 4 novembre 1908, aux termes de laquelle les puissances contractantes s'engageaient à ne subvenir à leur besoins de pièces divisionnaires que par la frappe de métal provenant de la fonte d'écus de 5 francs, et jusqu'à concurrence d'un contingent maximum de 16 francs par tête d'habitant. Mais dès le début des hostilités, un décret, s'autorisant des conditions exceptionnelles nées de la guerre, rendit possibles l'achat et le monnayage de lingots d'argent.

Le Gouvernement français, en effet, ne pouvait, en présence de la demande accrue, se contenter de la quantité très limitée de métal provenant de la refonte des écus ; ceux-ci d'ailleurs n'existaient plus qu'en petit nombre en France, dès le début de la guerre, comme nous le verrons par la suite, ils furent attirés en Suisse à la faveur de l'élévation du change de Genève. C'est pourquoi la Monnaie de Paris dut recourir dès 1914 à la fonte de lingots. Les achats qu'elle fit sur le marché jusqu'en 1919 représentent 1200 tonnes ou 29.000.000 d'onces de métal fin, c'est-à-dire environ les 5 0/0 de la production mondiale.

Dans tous les autres pays à étalon d'or, les frappes de monnaies divisionnaires s'accrurent dans les mêmes proportions.

En Angleterre, ces frappes furent alimentées presque intégralement par de l'argent neuf. Les statistiques de la monnaie française évaluent en effet le stock monétaire anglais à 24.500.000 £ fin 1914 contre 26.000.000 £ fin 1913. De plus, d'après la presse économique (1), les achats de la Monnaie de Londres se seraient élevés à 3.000.000 £ en 1915 et 3.500.000 £ en 1916. Si l'on se reporte aux « U. S. Mint Reports » (2) les achats des gouvernements étrangers furent les suivants de 1913 à 1918 (en millions d'onces fin) :

|                  | 1913 | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|
| FRANCE .....     | 3    | 4    | 12   | 21   | 12   | 12   |
| ANGLETERRE ..... | 6    | 21   | 27.5 | 18   | 14   | 37   |
| ETATS-UNIS ..... | 1.7  | 3    | 6.5  | 6    | 34   | 9    |
| JAFON .....      | 2    | 1    | 1    | 3    | 67   | 7    |
| ITALIE .....     | 2    | 3    | 2    | 3    | 3    | 4    |
| PAYS-BAS .....   | 4    | 4    | 4    | 5    | 5    | 16.5 |

Ainsi pendant toute la guerre, c'est au métal blanc qu'incomba la charge de subvenir aux besoins monétaires considérables de la plupart des grands pays. Cette demande intense et la concurrence inévitable, à l'achat qui ne manqua pas de se produire entre les divers Hôtels des Monnaies, contribuèrent largement, surtout en 1916 et 1917, à la hausse de l'argent. Les gouverne-

(1) « Cf. *Economiste français* » 17 mars 1917.

(2) « Cf. Findlay Shirras ». « Price of silver ». Londres 1920.

ments intéressés conclurent il est vrai dès 1916, une entente dans le but d'arriver, dans la mesure du possible, à la régularisation de leurs achats ; à partir de 1918 même, le contrôle anglo-américain du marché disciplina la demande ; mais ces interventions gouvernementales tout en améliorant la situation ne pouvaient cependant pas avoir pour effet de tarir les besoins.

Seule la hausse excessive de l'argent dès 1919, rendant les frappes monétaires très onéreuses, obligea les gouvernements à en diminuer l'importance.

---

## CHAPITRE III

---

### *LA DEMANDE INDUSTRIELLE*

---

Dans les années qui précédèrent la guerre, les progrès de la science et le développement du commerce de luxe, créèrent pour l'argent des débouchés nombreux dont l'importance promettait de s'accroître sans cesse.

L'argent a en effet dans le monde moderne des emplois industriels extrêmement variés. On l'utilise en bijouterie et en orfèvrerie à l'état pur ou allié au cuivre (1). L'alliage d'or et d'argent est également fréquent ; il permet d'obtenir l'or pâle, l'or jaune et l'or vert. Allié à l'acier l'argent donne un métal extrêmement dur. Enfin l'alliage d'argent de cuivre et d'or forme le doré, le plaqué, le vermeil... L'emploi du métal blanc pour la fabrication d'objets précieux est d'ailleurs d'autant plus généralisé que les propriétés physiques du métal permettent par certains procédés (2) d'en vérifier la pureté et d'éviter ainsi les fraudes.

---

(1) En France la composition des alliages de cuivre et d'argent est fixée par la loi : elle comprend pour les médailles 950 d'argent et 50 de cuivre et pour la petite bijouterie 850 d'argent et 150 de cuivre.

(2) Coupellation. Essai par voie humide.

D'autre part, les sels d'argent (chlorure, bromure et iodure) ayant la propriété de noircir à la lumière, sont employés en photographie pour la fabrication des plaques sensibles. Cet emploi s'est trouvé en ces dernières années considérablement généralisé par suite du développement de l'art cinématographique.

S'il est aisé d'énoncer ainsi les emplois industriels de l'argent, il est par contre beaucoup plus difficile d'évaluer avec quelque précision la quantité de métal que l'industrie absorbe annuellement. A cet égard on se voit réduit à s'en rapporter aux statistiques qui étaient établies avant la guerre par la Monnaie Américaine ; mais ces statistiques, dont les sources ne pouvaient être rigoureusement contrôlées, ne nous fournissent que des estimations très approximatives.

Si l'on se réfère toutefois aux chiffres qui furent ainsi publiés aux Etats-Unis, la consommation annuelle de lingots d'argent par l'industrie des pays de civilisation européenne paraît avoir été en 1911 et 1912 de 70.000.000 d'onces environ, ce qui représente un peu plus du tiers de la production mondiale de ces années.

Depuis 1913 d'ailleurs la Monnaie américaine ne donne plus de renseignements que sur sa consommation nationale, et ce n'est que par des calculs et des déductions hypothétiques que l'on peut évaluer la quantité de métal annuellement absorbée par l'industrie mondiale.

Les variations de la valeur commerciale de l'argent au cours de ces dernières années, entraînèrent-elles des restrictions importantes dans la demande de ce métal en vue de la consommation industrielle ? Un examen des conditions générales de cette demande permet à notre avis d'en douter.

Tout d'abord il importe de remarquer que l'argent

ne s'emploie guère en grandes quantités qu'en orfèvrerie, et que c'est sur l'activité de cette branche industrielle que la hausse du métal aurait pu se faire particulièrement sentir. Mais la hausse de l'argent, comme nous le verrons par la suite, n'a que faiblement dépassé les proportions dans lesquelles s'est élevé par la suite le prix de toutes les autres marchandises. Si bien que le coût de la matière première employée en orfèvrerie n'a pu avoir pour effet de porter le prix de vente des objets d'argent à un taux supérieur à celui de la généralité de tous autres produits. Dans ces conditions il est donc peu probable que la vente de l'orfèvrerie d'argent ait diminué de 1915 à 1920.

Cette opinion semble d'ailleurs pouvoir s'appuyer sur d'autres raisons. En effet, si, au cours de la guerre, la satisfaction de certains besoins a pu être assurée en substituant aux marchandises antérieurement utilisées des marchandises similaires et d'utilité équivalente, cette substitution n'a pu avoir lieu pour l'argent car ce métal est recherché pour sa valeur intrinsèque et ses qualités propres, et aucun autre n'a été susceptible de le concurrencer utilement.

D'autre part, même pendant la guerre, le goût de luxe ne se ralentit point ; on peut même dire qu'il se répandit dans de nouveaux milieux. Cet accroissement et cette diffusion du luxe s'étendirent en effet dans le peuple ; les objets de bijouterie, considérés autrefois comme le privilège de classes fortunées, devinrent de plus en plus, au cours de la guerre, le complément indispensable au bien être accru de modestes familles. A ce sujet, ce qui est vrai pour la France et les anciens belligérants du Continent l'est encore bien plus pour les neutres et les Etats-Unis d'Amérique dont la

prospérité ne cessa de s'accroître depuis 1914 à la faveur des événements de guerre.

Enfin la demande de métal pour l'industrie photographique et cinématographique ne dut pas non plus se ralentir. L'influence de la hausse sur ces industries est en effet à peu près nulle car le coût de l'argent ne constitue qu'une portion très minime du prix de revient des plaques et pellicules photographiques.

Pour toutes ces raisons on peut considérer que la consommation industrielle du métal blanc a plutôt augmenté depuis 1914.

D'après les informations recueillies par « l'Economiste Français » (1) la consommation pour les arts qui, aux Etats-Unis atteignait annuellement avant la guerre le chiffre de 24.400.000 onces dont 17.500.000 de provenance indigène, s'était élevée en 1917 dans de très notables proportions.

La demande pour des usages industriels dut être particulièrement active en 1919 et en 1920 après la libération du marché de l'argent. L'industrie et le commerce des métaux précieux avaient été en effet comprimés pendant la guerre, par suite du contrôle étroit établi par les gouvernements sur les importations et exportations d'or et d'argent. En 1918 principalement il fut très difficile de se procurer de l'argent sur le marché. On dit même à ce sujet que le gouvernement des Pays-Bas dut autoriser la fonte d'espèces métalliques pour subvenir aux besoins de l'industrie d'orfèvrerie qui rencontrait d'insurmontables difficultés dans l'achat de la matière première nécessaire à son fonctionnement.

Le 11 septembre 1918 devant la pénurie de l'offre d'argent et l'accroissement continu de la demande de

---

(1) « Cf. Economiste français » 17 mars 1917.

ce métal, l'*American Gold and Silver Administrator* réunit les courtiers en métaux précieux et obtint d'eux la promesse de limiter leurs ventes à leurs anciens clients et de ne fournir à ces derniers que des livraisons n'excédant pas en quantité 75 0/0 de leurs livraisons d'avant-guerre (1).

On conçoit dès lors, qu'après cette période de restrictions, la demande pour des usages industriels dut être particulièrement intense et influencer sur les cours de l'argent quand, à partir de 1919, la liberté fut rendue au commerce du métal.

En résumé, la demande d'argent pour des usages industriels subit un léger accroissement pendant et depuis la guerre, mais nous croyons qu'il ne faut accorder à ce facteur de hausse qu'une influence assez faible sur l'élévation considérable des prix du métal jusqu'en 1920. La lecture des chapitres qui vont suivre montrera d'ailleurs combien la consommation pour les arts apparaît de peu d'importance quand on la compare à l'absorption formidable de métal que firent au cours des dernières années les peuples d'Asie.

---

(1) C. Circulaire annuelle de M. Samuel Montagu et Co Londres 1918.

## CHAPITRE IV

---

### *LA DEMANDE ASIATIQUE*

---

#### § 1. — LA DEMANDE DE L'INDE ET DE LA CHINE AVANT LA GUERRE

---

L'Asie, qui ne produit cependant que fort peu d'argent, absorbe depuis des siècles une grande quantité de ce métal précieux.

Les peuples asiatiques le transforment en monnaies légales. Ils se plaisent également à le convertir en objets d'art et en ces bijoux divers auxquels ils attachent tant de prix.

Avant d'aborder l'étude de la demande asiatique depuis 1914, il nous a paru indispensable de signaler la place qu'elle tenait avant la guerre sur le marché. Disons à ce propos que le trait caractéristique de la demande des pays d'Orient et d'Extrême-Orient est à coup sûr la continuité et la régularité avec lesquelles cette demande se manifesta à cette époque.

On évaluait généralement à  $\frac{1}{3}$  au moins la fraction de la production mondiale qui allait ainsi s'enfouir en Asie. Et même pendant la décade 1903-04

1913-1914 la quantité d'argent expédiée par l'intermédiaire de Londres aux grands marchés de Bombay, Shanghai et Hong-Kong, fut encore plus considérable, puisque les statistiques nous révèlent qu'elle atteignit en moyenne 50 0/0 de la production mondiale.

En cette matière, il est vrai, on ne peut s'en rapporter entièrement aux évaluations officielles en raison de l'incertitude qui pèse sur les chiffres relatifs à certains pays ; c'est ainsi qu'en Chine, par exemple, le Service des Douanes ne publie son rapport annuel que sous toutes réserves. Cependant, si l'on déduit du chiffre de la production mondiale les quantités d'argent absorbées par les pays occidentaux pour des usages monétaires ou industriels, et que l'on peut plus facilement contrôler, il apparaît que le chiffre de 50 0/0 cité plus haut semble ne pas être éloigné de la vérité.

Les deux principaux acheteurs asiatiques de métal blanc étaient avant la guerre, l'Inde anglaise, de beaucoup le plus important, et la Chine (y compris le territoire anglais de Hong-Kong).

La demande hindoue atteignit son maximum en 1906, année pendant laquelle l'Inde absorba 70 0/0 de la production mondiale. Cette demande diminua ensuite rapidement, mais à partir de 1912 l'absorption redevenit considérable. La taxe frappant l'entrée de l'argent aux Indes avait été élevée en 1909 de 5 à 16 0/0, mais les importations de métaux précieux en ce pays se montrèrent toujours à peu près indifférentes au coût de ces métaux. C'est là un trait particulier de la demande hindoue. Nous verrons par la suite que ces importations en temps normal sont commandées presque exclusivement par la prospérité du commerce extérieur de l'Inde, et que leur valeur représente à peu de chose près le solde créditeur de la balance commerciale.

**IMPORTATIONS NETTES ANNUELLES  
DE MÉTAUX PRÉCIEUX AUX INDES (1)**

| Années fiscales | O R                      |                                      | A R G E N T              |                                   |                                           |                                         | TOTAL<br>en mill.<br>des val.<br>d'or &<br>d'argent |
|-----------------|--------------------------|--------------------------------------|--------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------|
|                 | VALEUR<br>en<br>millions | Rapport à<br>la product.<br>mondiale | VALEUR<br>en<br>millions | COURS<br>de l'argent<br>à LONDRES | POIDS en<br>millions<br>d'onces<br>de fin | RAPPORT<br>de poids à la<br>prod. mond. |                                                     |
| 1904-5          | 6.5                      | 8 0/0                                | 8.8                      | 28.47                             | 69                                        | 42 0/0                                  | 15.3                                                |
| 1905-6          | 0.3                      | 0 2 0/0                              | 10.5                     | 30.02                             | 78                                        | 56 0/0                                  | 10.8                                                |
| 1906-7          | 9.9                      | 12 0/0                               | 16.0                     | 33.32                             | 109                                       | 66 0/0                                  | 25.9                                                |
| 1907-8          | 11.6                     | 13 0/0                               | 13.0                     | 32.58                             | 91                                        | 50 0/0                                  | 24.5                                                |
| 1908-9          | 2.9                      | 3 0/0                                | 8.0                      | 26.32                             | 69                                        | 35 0/0                                  | 10.9                                                |
| 1909-10         | 14.4                     | 15 0/0                               | 6.3                      | 25.62                             | 57                                        | 27 0/0                                  | 20.7                                                |
| 1910-11         | 16.0                     | 16 0/0                               | 6.7                      | 26.62                             | 52                                        | 24 0/0                                  | 21.7                                                |
| 1911-12         | 25.2                     | 27 0/0                               | 3.6                      | 26.55                             | 32                                        | 14 0/0                                  | 28.7                                                |
| 1912-13         | 22.7                     | 24 0/0                               | 11.5                     | 27.3                              | 101                                       | 45 0/0                                  | 34.1                                                |
| 1913-14         | 15.5                     | 17 0/0                               | 8.7                      | 27.4                              | 75                                        | 33 0/0                                  | 24.2                                                |

(1) Chiffres extraits d'un rapport du gouvernement de l'Indo-Chine à la Commission monétaire Indo-Chinoise.

Le tableau ci-dessus montre que l'absorption des métaux précieux par l'Inde était avant la guerre un phénomène constant et qui ne présenta d'exception ni pour l'or ni pour l'argent. Les importations croissantes d'or à partir de 1907 furent dues en grande partie à des entrées de souverains d'or britanniques qui avaient cours légal aux Indes depuis la réforme monétaire de 1893. Quant à l'argent importé, il servit pour la plus grande partie à la frappe de roupies d'argent par les Hôtels des Monnaies (1).

En ce qui concerne la Chine, les mouvements de métaux précieux furent loin de présenter la même ré-

(1) Les rapports des quantités d'argent utilisées aux Indes pour des frappes monétaires aux importations nettes de métal sont les suivantes :

|           |         |           |        |
|-----------|---------|-----------|--------|
| 1875-1885 | 100 0/0 | 1895-1905 | 74 0/0 |
| 1885-1895 | 75 0/0  | 1905-1910 | 64 0/0 |

gularité, peut-être en raison de l'instabilité de la balance commerciale du pays. Le tableau ci-dessous montre quelles furent les importations et les exportations de la Chine, depuis 1904.

Le commerce des métaux précieux étant très actif entre la Chine et Hong-Kong il serait indispensable d'avoir les chiffres concernant « l'aire commerciale chinoise » toute entière, c'est-à-dire la Chine et Hong-Kong.

### IMPORTATIONS NETTES DE MÉTAUX PRÉCIEUX EN CHINE

| HONG-KONG                        |                              | AIRE COMMERCIALE CHINOISE<br>(Chine proprement dite et Hong-Kong) |                             |                     |                                      |                             |
|----------------------------------|------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------|--------------------------------------|-----------------------------|
| OR                               | ARGENT                       | en mill.<br>de HK.<br>Taëls                                       | ARGENT                      |                     | OR et ARGENT                         | en mill.<br>de HK.<br>Taëls |
|                                  |                              |                                                                   | en mill.<br>de HK.<br>Taëls | en mill.<br>d'onces |                                      |                             |
| en millions de<br>HK. Taëls. (2) | en millions de<br>HK. Taëls. |                                                                   |                             |                     | Rapport<br>à la<br>product.<br>mond. |                             |
| 1904                             | 2.9                          | 12.5                                                              | 11 4                        | 1.1                 | 1                                    | 0                           |
| 1905                             | 3.0                          | 17.9                                                              | 4.0                         | 10.7                | 13                                   | 8 0/0                       |
| 1906                             | 1.2                          | 14.7                                                              | 2 6                         | 3.9                 | 5                                    | 3 0/0                       |
| 1907                             | 1.3                          | 8.7                                                               | 1.1                         | 22.5                | 27                                   | 16 0/0                      |
| 1908                             | 2.2                          | 15.0                                                              | 13.7                        | 1.1                 | 1                                    | 0                           |
| 1909                             | 2.3                          | 12.3                                                              | 9.1                         | 19.2                | 23                                   | 11 0/0                      |
| 1910                             | 4.6                          | 1.9                                                               | 5.6                         | 25 7                | 29                                   | 13 0/0                      |
| 1911                             | 2.8                          | 7.3                                                               | 1.3                         | 45.6                | 56                                   | 25 0/0                      |
| 1912                             | 1.6                          | 6.5                                                               | 5.8                         | 25.8                | 32                                   | 15 0/0                      |
| Moyenne                          |                              |                                                                   |                             |                     |                                      |                             |
| 1904-08-1.0                      | 13.8                         |                                                                   | 1.1                         | 3.1                 | 3.8                                  | 2 0/0                       |
| Moyenne                          |                              |                                                                   |                             |                     |                                      |                             |
| 1909-12-2.9                      | 7.0                          |                                                                   | 2.6                         | 28.6                | 36                                   | 16 0/0                      |
| Moyenne                          |                              |                                                                   |                             |                     |                                      |                             |
| 1904-12-1.8                      | 10.8                         |                                                                   | 0.5                         | 10.9                | 13.3                                 | 7 0/0                       |

(1) Chiffres estimatifs du rapport du Gouvernement de l'Indochine à la Commission indochinoise 1920.

(2) Haikwan Taël est une monnaie de compte, dont la valeur est celle de 37. 8 gr. ou de 1. 22 once troy d'argent fin.

Malheureusement le Gouvernement de Hong-Kong ne publie pas de statistiques. Le service des Douanes chinoises, qui, jusqu'en 1912, avait donné sous toutes réserves une estimation des importations et exportations de Hong-Kong en métaux précieux y a renoncé en 1913.

Si l'on examine attentivement le tableau ci-dessus, on constate que pour la période des 10 années qui ont

| INDE ET CHINE PROPREMENT DITE      |                               |                                        | INDE-CHINE-HONG-KONG          |                                        |
|------------------------------------|-------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------|----------------------------------------|
|                                    | Millions<br>d'onces<br>de fin | Rapport à<br>la production<br>Mondiale | Millions<br>d'onces<br>de fin | Rapport à<br>la production<br>Mondiale |
| 1904                               | 52                            | 32 0/0                                 | 68                            | 42                                     |
| 1905                               | 69                            | 41 0/0                                 | 91                            | 53                                     |
| 1906                               | 86                            | 51 0/0                                 | 104                           | 63                                     |
| 1907                               | 53                            | 29 0/0                                 | 64                            | 35                                     |
| 1908                               | 52                            | 26 0/0                                 | 70                            | 34                                     |
| 1909                               | 65                            | 31 0/0                                 | 80                            | 38                                     |
| 1910                               | 79                            | 36 0/0                                 | 81                            | 37                                     |
| 1911                               | 79                            | 35 0/0                                 | 88                            | 38                                     |
| 1912                               | 124                           | 55 0/0                                 | 133                           | 59                                     |
| 1913                               | 120                           | 52 0/0                                 | ?                             | ?                                      |
| Moyenne<br>Quinquennale<br>1909-13 | 93.8                          | 42.5 0/0                               | 96                            | 44 0/0                                 |
| Moyenne<br>Decennale<br>1904-13    | 80.6                          | 40.5 0/0                               | 89.5                          | 46 0/0                                 |

précédé la guerre, la Chine exporta du métal blanc jusqu'en 1908, et qu'à partir de cette date, elle acheta sur le marché une quantité d'argent égale et même largement supérieure à celle qu'elle avait précédemment vendue. Si les chiffres relatifs à Hong-Kong sont exacts, l'aire commerciale chinoise absorba pour les 9 années

antérieures à 1913 une quantité moyenne d'argent d'environ 13 millions d'onces par an, (correspondant à 7 0/0 de la production mondiale) et de 36 millions d'onces (16 0/0 de la production mondiale) pour chacune des 4 dernières années.

Si nous totalisons maintenant les chiffres des importations et exportations de métaux précieux, de la Chine et de l'Inde, nous obtenons le tableau ci-dessus :

Ainsi l'Inde et la Chine absorbèrent en moyenne 96 millions d'onces par an de 1909 à 1913 et 81,5 millions de 1904 à 1913. On voit que l'absorption des deux pays pris ensemble est beaucoup plus régulière que celle de chacun d'eux pris isolément. Cela tient à ce que la Chine pendant la période envisagée, vendit d'abord de grandes quantités de métal pour satisfaire aux gros besoins de l'Inde, et qu'elle reconstitua ensuite son stock quand la demande de ce pays tendit à fléchir. Cette politique de la Chine méritait d'être signalée ; elle semble avoir été constamment appliquée par ce pays, et nous verrons dans les chapitres qui suivent quels en furent les effets sur le marché de l'argent dès 1916.

Au cours des années qui précédèrent la guerre, l'absorption asiatique augmenta donc d'une façon continue et régulière jusqu'en 1913, et il est permis de conclure qu'elle atteignit en moyenne la moitié de la production mondiale pour chacun des quinquennats 1904-1908 et 1909-13.

---

## § II. — LA DEMANDE DE L'INDE DEPUIS 1915

Nous avons, dans le paragraphe précédent, essayé de donner un aperçu de l'importance de la demande de l'Inde en temps normal. Avant de procéder à l'étude

de cette demande au cours des années postérieures à 1915, il convient de mettre en lumière les particularités qui caractérisent aussi bien le système monétaire de l'Inde que l'activité économique du pays, et les coutumes de ses habitants.

On pourrait tout d'abord s'étonner que l'Inde dont la monnaie est stabilisée par rapport à l'or possède une circulation d'argent telle qu'elle absorbe chaque année d'énormes quantités de ce métal. A vrai dire, depuis l'Act de 1893, qui réorganisa le système monétaire de l'Inde, le Gouvernement avait la faculté de restreindre à sa guise les frappes de roupies d'argent, et de satisfaire aux besoins du pays en y important des monnaies d'or ; mais nous verrons, en étudiant en détail le fonctionnement du système monétaire de l'Inde pourquoi « l'Indian Council » n'eut que faiblement recours à cette mesure.

C'est dans ces conditions que quelques années après la réforme de 1893, le Gouvernement fut obligé, en face des besoins croissants du pays, de reprendre le monnayage précédemment interrompu des roupies, et d'effectuer sur le marché de Londres d'importants achats d'argent. (V. tableau page 49).

A quoi faut-il attribuer cette demande croissante de métaux précieux de la part de l'Inde ?

Disons tout d'abord que le volume de la circulation monétaire d'un pays est presque exclusivement dominé par le développement de sa richesse. C'est là un des aspects de la théorie quantitative de la monnaie que l'histoire économique de l'Inde met particulièrement en lumière. La prospérité matérielle de ce pays, depuis le début du XX<sup>e</sup> siècle, n'a cessé en effet de s'accroître, grâce aux efforts constants et aux initiatives intelligentes de la Grande-Bretagne. L'étoile de

l'Inde monte dans le ciel « Indian Star is in the ascendant ». C'est ainsi que ce pays en l'espace de quelques années vit sa production agricole atteindre un grand développement, grâce aux travaux méthodiques d'irrigation entrepris par le gouvernement et qui ne coûtèrent rien au peuple (1). Peu à peu le fardeau des impôts fut allégé, et les périodes de famine qui autrefois paralysaient l'activité du pays devinrent moins fréquentes et moins graves par suite de l'utilisation et de la distribution rationnelle des bienfaits de la nature. Comme l'écrivait le *Times* récemment : « Des canaux aussi larges que les plus grandes rivières anglaises arrosent maintenant les contrées désolées du Punjab et du Sindh. Là où autrefois quelques nomades tiraient leur moyen d'existence de l'élevage des chameaux, on voit maintenant des champs de blé, des villes nouvelles, des villages florissants qui tendent à se grouper ».

D'autre part, le perfectionnement des moyens de transport, la construction de nombreuses lignes de chemin de fer permirent à l'industrie de l'Inde de se développer. La richesse du pays était déjà si grande en 1919, que la plupart des industries nouvelles furent créées à cette époque sans le secours des capitaux étrangers. La progression de l'évolution économique, le développement de la richesse manufacturière ont ouvert à la main d'œuvre indigène des débouchés avantageux. Les paysans hindous, dont les salaires ou les profits avaient été jusque là subordonnés aux variations climatiques, trouvèrent à l'usine un refuge assuré en cas de moussons défavorables et de récoltes déficitaires.

---

(1) Cf. Circulaire annuelle de Mrs Samuel Montagu. Londres 1921.

Cependant, quelles que furent l'activité économique et la prospérité de l'Inde dès le début du XX<sup>e</sup> siècle, les transformations qu'elles amenèrent dans le genre de vie de la population ne suffirent pas à abolir certaines pratiques ancestrales, que des siècles d'expérience avaient profondément ancrées dans la mentalité du peuple hindou. C'est ainsi que de tous temps la thésaurisation absorba toutes les espèces métalliques du pays. Ces stocks de monnaie ainsi amassés, et le plus souvent fondus pour être transformés en bijoux, constituaient le patrimoine de la famille hindoue ; patrimoine improductif il est vrai, mais facilement réalisable dans les mauvaises années quand la sécheresse compromet les récoltes et que la disette est menaçante. Cette habitude de thésauriser les métaux précieux qui tend de plus en plus à disparaître chez les peuples civilisés de l'Occident, et qui nous apparaît comme un obstacle au développement de la richesse, se justifie fort bien en ce qui concerne les pays orientaux et plus spécialement l'Inde. La question de l'utilisation productive de l'épargne est en effet étroitement liée à l'extension des facilités bancaires mises à la disposition d'un pays. Or, à ce point de vue, l'Inde ne semble avoir qu'une organisation assez rudimentaire (1). Sur 75 villes de 50.000 habitants, une vingtaine ne possèdent aucun établissement de crédit. En 1919, les trois « Presidency Banks » de Bombay, Calcutta et Madras, n'avaient que 68 agences. Quant aux 93 « Indian Joint Stocks Banks » elles ne possédaient à cette date que 208 succursales. D'après des statistiques récentes le total des Etablissements bancaires de

---

(1) Cf. Circulaire annuelle de Mrs Samuel Montagu. Londres 1920.

L'Inde n'est que de 418. Si l'on remarque que la plupart de ces Etablissements sont groupés dans les mêmes grandes villes, cette organisation bancaire d'un pays couvrant une superficie de 5.000.000 de kilomètres carrés et peuplé de plus de 300.000.000 d'habitants apparaît comme très insuffisante pour inciter les richesses accumulées à prendre le chemin des emplois productifs.

Ajoutons enfin que la population de l'Inde est composée presque exclusivement d'illettrés, incapables de se familiariser avec la complexité de la vie moderne, et profondément attachée à des traditions antiques, empreintes parfois du mystère qui enveloppe en Orient les choses et les gens.

Pour toutes ces raisons, l'Inde continua à être le véritable « tombeau des métaux précieux ». Les efforts de la Grande-Bretagne pour enrayer ce mouvement séculaire n'eurent que peu de succès. Le paysan hindou refusa toujours d'accepter en paiement de ses récoltes des billets de banque, ne représentant pour lui que du papier sans valeur intrinsèque ; si parfois il les accepta, ce fut pour les échanger immédiatement contre des espèces métalliques. En d'autres termes, l'or et l'argent sont considérés par les indigènes de l'Inde comme des marchandises, l'impression d'une effigie n'étant qu'un certificat officiel de leur poids. De tout temps ces marchandises, d'une grande valeur sous un petit volume, d'une inaltérabilité résistant aux rigueurs du climat comme aux atteintes du feu, furent choisies par eux pour être enfouies dans les profondeurs des cachettes ou pour être transformées en ces lourds et riches bijoux dont les plus pauvres femmes de l'Inde ont coutume de se parer.

Il est à noter que quelle que soit la continuité avec laquelle l'Inde a depuis des siècles absorbé de l'argent, la quantité de monnaies dont disposaient ses habitants n'était au 31 décembre 1912, d'après la Monnaie américaine, que de 5,19 shillings par tête (dont 3,48 d'argent, 1,53 d'or, 0,18 de papier) ; ce chiffre est le plus bas du monde.

La guerre devait éclairer d'un jour nouveau le problème monétaire de l'Inde. A partir de l'année 1916, les exigences de la circulation métallique s'accrurent et le gouvernement pour y faire face dut procéder à des achats considérables de métal qui pesèrent lourdement sur le marché. Nous allons examiner successivement les différentes raisons qui amenèrent ce développement inattendu de la demande de roupies dans l'Inde.

En premier lieu, la prospérité du commerce de ce pays pendant la guerre fut une des causes prédominantes de l'activité de sa demande de métaux précieux.

L'Inde qui, avant 1914, était importatrice de capitaux, et devait pour cette raison exporter plus de marchandises qu'elle n'en importait, vit se produire dès 1918 un mouvement de capitaux inverse, et devint un pays créancier plutôt que débiteur. Ce fut là une conséquence directe de la guerre.

L'Inde, pays agricole, assumait au cours des hostilités la charge de secourir l'Europe menacée de disette, en lui fournissant les denrées alimentaires indispensables à sa subsistance. Malgré les difficultés des transports maritimes et le prix élevé des frêts, les exportations indiennes, à la faveur de récoltes favorables, prirent une grande extension dès l'année 1916,

et le solde créditeur de la balance commerciale fut d'autant plus élevé que ces marchandises, avidement réclamées par les Alliés, furent payées au producteur hindou à des prix très largement rémunérateurs. D'autre part, ce développement des exportations de l'Inde en produits agricoles et matières premières ne fut pas compensé, comme il aurait pu l'être en temps normal, par une augmentation parallèle des importations de produits manufacturés occidentaux. Au cours des années de guerre en effet l'Europe détourna sa production industrielle du temps de paix vers la fabrication presque exclusive des engins de destruction, et se trouva dans l'impossibilité presque absolue de satisfaire aux besoins des pays asiatiques.

Ceux-ci d'ailleurs, à la faveur de l'isolément économique né de la guerre, virent se créer sur place des entreprises industrielles, et ce résultat mérite d'autant plus d'être signalé que la multiplicité de ces entreprises locales est destinée dans l'avenir à restreindre singulièrement les débouchés de l'industrie manufacturière européenne. (1)

Pour toutes ces raisons, le solde de la balance commerciale de l'Inde fut largement créditeur, comme nous le montre le tableau suivant (en millions de £) :

---

(1) Avant la guerre, la Grande-Bretagne, pour favoriser les manufactures anglaises avait fait tous ses efforts pour paralyser dans l'Inde les industries locales. C'est ainsi que les cotons de l'Inde étaient transportés à Manchester pour y être transformés en tissus dont une grande partie était ensuite réexportée vers l'Inde.

(1) **COMMERCE EXTÉRIEUR DE L'INDE**  
(compte privé et compte du Gouvernement)

|                                                    | Import. de<br>marchan-<br>dises<br>métaux<br>précieux<br>non<br>compris | Exp. de<br>marchand<br>métaux<br>précieux<br>non<br>compris | Exc.<br>des<br>expédi-<br>tions<br>de<br>mar-<br>chan-<br>dises | Exc.<br>des<br>import.<br>de<br>métaux<br>pré-<br>cieux | Excès<br>total<br>d'ex-<br>por-<br>tation |
|----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| Quinquennat<br>d'avant guerre                      |                                                                         |                                                             |                                                                 |                                                         |                                           |
| 1909-1914                                          | 101.1                                                                   | 149.5                                                       | 48.4                                                            | 25.9                                                    | 22.5                                      |
| 1914-1915                                          | 96.6                                                                    | 121.4                                                       | 24.8                                                            | 11.5                                                    | 13.8                                      |
| 1915-1916                                          | 92.3                                                                    | 133.0                                                       | 40.7                                                            | 2.5                                                     | 38.2                                      |
| 1916-1917                                          | 106.8                                                                   | 164.9                                                       | 58.1                                                            | 15.3                                                    | 42.8                                      |
| 1917-1918                                          | 109.6                                                                   | 163.3                                                       | 53.7                                                            | 29.5                                                    | 24.2                                      |
| 1918-1919                                          | 125.7                                                                   | 170.2                                                       | 44.5                                                            | 41.6                                                    | 2.9                                       |
| Moyenne du quin-<br>quennat de guerre              |                                                                         |                                                             |                                                                 |                                                         |                                           |
| 1914-1919                                          | 106.2                                                                   | 150.5                                                       | 44.3                                                            | 20.                                                     | 24.3                                      |
| Moyenne des 4 pre-<br>miers exercices<br>de guerre |                                                                         |                                                             |                                                                 |                                                         |                                           |
| 1914-1918                                          | 101.3                                                                   | 145.6                                                       | 44.3                                                            | 14.7                                                    | 29.6                                      |

(1) Chiffres extraits de la « Review of the Trade of India ».

Ainsi l'excédent des exportations de marchandises (autres que les métaux précieux), qui avait fléchi notamment en 1914 et en 1915, par suite de la paralysie économique que causa dans le monde entier la déclaration des hostilités, se releva ensuite au-dessus de son niveau d'avant-guerre.

Si l'on bloque marchandises et métaux précieux, l'on constate donc par rapport à l'avant-guerre un accroissement de l'excès d'exportation égal à près de 29 millions de £ par an pour la période 1er avril 1914-31 mars 1918.

Cette augmentation du solde créditeur de l'Inde eut les conséquences suivantes. D'une part, les traites sur l'Inde que le gouvernement anglo-hindou monopolise et met à la disposition des importateurs euro-

péens pour leur permettre d'acquitter leurs dettes vis-à-vis des exportateurs de l'Inde, durent être émises en plus grandes quantités. D'autre part le Trésor Indien, à qui incombe le paiement de ces traites en monnaie indigène dut se préoccuper d'avoir en sa possession un stock de roupies suffisant pour y faire face. Comme à cette époque la plus grande partie des roupies frappées par les Hôtels des Monnaies fut absorbée par le pays sans reparaitre effectivement dans la circulation, on peut dire que toute la partie créditrice de la balance commerciale se traduisit par une importation d'argent aux Indes.

Un autre facteur contribua également à accroître les exigences déjà si grandes de la circulation monétaire de l'Inde, ce fut la hausse du niveau général des prix.

#### NOMBRES INDICES DES PRIX DE GROS A CALCUTTA (1)

|                              | 30 Juillet<br>1914 | Mars 1918 | Mars 1919 |
|------------------------------|--------------------|-----------|-----------|
| Riz.....                     | 100                | 89        | 159       |
| Céréales.....                | 100                | 92        | 157       |
| Sucre.....                   | 100                | 181       | 222       |
| Thé.....                     | 100                | 104       | 109       |
| Autres objets d'alimentation | 100                | 225       | 186       |
| Graines Oléagineuses...      | 100                | 90        | 150       |
| Jute.....                    | 100                | 180       | 107       |
| Coton.....                   | 200                | 117       | 278       |
| Soie.....                    | 100                | 150       | 146       |
| Laine.....                   | 100                | 136       | 156       |
| Peaux.....                   | 100                | 99        | 159       |
| Métaux.....                  | 100                | 291       | 266       |
|                              | 100                | 260       | 140       |
| Huile Minérale.....          | 100                | 168       | 199       |
| Matériaux de construction..  | 100                | 146       | 146       |
| Vivres au détail.....        | 100                | 119       | 159       |

(1) D'après la Review of the Trade of India 1918-19.

Cette hausse dont on peut mesurer l'importance par les chiffres du tableau ci-dessus, commença à se manifester dès 1916 et fut surtout sensible, pendant l'exercice 1918-19, pour les denrées alimentaires produites par le pays. Bien qu'elle fut éloignée du théâtre de la guerre, l'Inde ne fut pas épargnée par l'élévation du niveau général des prix qui tendit à augmenter chez elle comme partout ailleurs, le volume de la monnaie nécessaire aux transactions.

D'autre part, les stocks d'argent de l'Inde furent profondément influencés par les avances en roupies que le gouvernement de l'Inde dut consentir au gouvernement anglais. De forts contingents indiens combattirent en effet sur trois grands théâtres de la guerre, en Mésopotamie, en Egypte et dans l'Est Africain. Ce fut l'Inde qui se chargea d'effectuer pour le compte de la Métropole des avances remboursables en sterling et destinées au paiement de la solde des troupes, ainsi qu'à l'achat des vivres et du matériel de guerre nécessaires à la poursuite de leurs opérations militaires. La zone d'utilisation de la roupie se trouva ainsi singulièrement élargie. En Egypte même, on décida que la roupie serait temporairement considérée comme une monnaie nationale, jusqu'à ce qu'un nombre suffisant de piastres fut fabriqué et mis en circulation, de façon à pourvoir aux besoins des troupes. De 1915 à 1918, l'Inde fut ainsi obligée d'exporter une quantité d'espèces métalliques supérieure à 40 millions de roupies. Ces grandes quantités de roupies qui émigrèrent ne furent pas rapatriées ; circulant parmi les Arabes et autres habitants des pays bordant le golfe Persique elles pénétrèrent jusque dans l'intérieur du continent où la monnaie d'argent est

tout à fait bien accueillie (1). Les paiements qui furent ainsi effectués pour le compte de la Métropole par le gouvernement indien accrurent encore pour ce dernier les difficultés d'une situation critique.

Enfin, dès 1914, la réduction énorme des offres d'or sur le marché de l'Inde contribua pour une large part à l'accroissement de la demande d'argent. L'absorption des métaux précieux par l'Inde était en effet avant la guerre un phénomène constant ne présentant d'exception ni pour l'or ni pour l'argent. Pendant les dix années qui précédèrent la guerre, l'or dont la production s'était considérablement développée fut importé en quantités de plus en plus grandes. Pendant cette période, la quantité d'or monnayé en circulation aux Indes avait augmenté de 57 millions de £. Cette augmentation due surtout, semble-t-il, à des entrées de souverains britanniques, était liée à la réforme de 1893 qui avait rendu légale cette monnaie d'or. L'importation des lingots était également considérable, le métal jaune, qui circulait peu comme instrument monétaire, était utilisé par les familles riches à la fabrication de bijoux et d'objets d'orfèvrerie.

Au cours du quinquennat d'avant-guerre, les importations nettes d'or aux Indes atteignaient une valeur de 18.000.000 £ (2) alors que les importations d'argent ne figuraient que pour 7.700.000 £ dans les statistiques officielles. Le rapprochement de ces deux chiffres montre combien l'or était apprécié aux Indes, et combien son importation dans le pays concourait à satisfaire le goût si marqué de la population pour les métaux précieux.

---

(1) Cf. *Economiste français*, 17 mars 1917.

(2) 7.000.000 L. en lingots et monnaies étrangères et 11.800.000 L. en souverains.

Dès le début des hostilités la situation se modifia. En août 1914, le gouvernement indien, en présence des demandes nombreuses de remboursements en or des billets, suspendit l'émission de souverains. Quant aux importations pour compte privé, elles cessèrent complètement. Il fut en effet impossible de se procurer de l'or sur le marché de Londres. La Grande-Bretagne, consciente du rôle qui lui incombait de financer la guerre, et prévoyant que l'or allait être indispensable à la consolidation du crédit des Alliés, mit l'embargo sur la production de ses colonies du Transvaal, d'Australie, du Canada et prohiba les exportations du métal précieux. Toutes les autres grandes nations suivirent cette politique restrictive et élevèrent des barrières à la sortie de l'or. Pendant les premières années de la guerre les importations d'or aux Indes furent donc insignifiantes ; les circulaires des courtiers de Londres signalent des importations clandestines, ce qui n'est guère surprenant, mais il est peu probable qu'elles aient atteint un chiffre élevé. A partir de 1917, la hausse de l'argent incita les importateurs américains et japonais à se libérer en or, et l'Indian Council publia une ordonnance aux termes de laquelle tout l'or importé serait acheté par le gouvernement à un prix fixe. La réserve métallique du Trésor Indien augmenta de ce fait, mais cet appoint ne suffit pas à satisfaire les besoins du pays ; l'or par sa rareté bénéficia d'une haute prime intérieure, il fut thésaurisé avidement et disparut de la circulation. De 1914 à 1919, les importations de métal jaune ne dépassèrent pas une moyenne annuelle de 50.000.000 £. L'offre d'or pour les besoins des particuliers fut la plus réduite de celle des 25 années précédentes, y compris les années de famine, et

l'on conçoit fort bien que cette disette de métal jaune ait contribué à développer aux Indes la demande d'argent.

Ajoutons enfin que la tendance naturelle des indigènes à thésauriser les métaux précieux, se développa encore au cours des années de guerre. Le bouleversement économique et social déchaîné par le conflit mondial, l'insécurité des transactions, la peur du lendemain, tous ces facteurs incitèrent plus que jamais le peuple de l'Inde à dissimuler jalousement ses trésors.

Le tableau ci-contre de l'absorption (1) de roupies est à ce sujet tout à fait édifiant.

L'augmentation de l'absorption de roupies fut donc en 1918-19 de 62 0/0 par rapport à 1917-18 et de 413 0/0 par rapport aux années d'avant-guerre.

---

(1) Nous entendons par absorption de roupies le nombre de ces monnaies qui, lancé dans la circulation, n'y reparut plus.

## IMPORTATION ET EXPORTATION DES MÉTAUX PRÉCIEUX AUX INDES (en RP. 1000 (1))

| ANNÉES  | O R          |              |                  | ARGENT       |           | IMPORTATIONS NETTES D'OR ET D'ARGENT |           |
|---------|--------------|--------------|------------------|--------------|-----------|--------------------------------------|-----------|
|         | Importations | Exportations | Importat. nettes | Importations | Exportat. | Importations nettes                  |           |
|         |              |              |                  |              |           |                                      |           |
| 1913-14 | 282.264      | 49.026       | + 233.238        | 152.132      | 21.803    | + 130.329                            | + 363.567 |
| 14-15   | 107.038      | 30.564       | + 76.474         | 411.045      | 22.330    | + 88.715                             | + 165.189 |
| 15-16   | 52.817       | 63.908       | 11.091           | 66.646       | 18.350    | + 48.296                             | + 37.205  |
| 16-17   | 133.379      | 1.025        | + 132.354        | 251.148      | 63.147    | + 188.001                            | + 320.355 |
| 17-18   | 290.949      | 39.163       | + 251.786        | 226.694      | 36.276    | + 190.418                            | + 442.204 |
| 18-19   | 22.763       | 78.411       | 55.638           | 690.892      | 11.702    | + 679.190                            | + 623.552 |
| 19-20   | 402.540      | 129.213      | 273.327          | 299.873      | 7.585     | + 292.288                            | + 565.615 |
|         |              |              |                  |              |           | 1.486.908                            | 359.020   |

Moyenne 1914-15-1919-20

(1) Ces chiffres ont été publiés par le Statistical Département du Board of Trade London.

Pour toutes ces raisons, les importations nettes d'argent aux Indes, pendant la période comprise entre le 1<sup>er</sup> avril 1914 et 31 mars 1920, s'élevèrent à 590 millions d'onces représentant 1486 millions de roupies soit une moyenne annuelle de plus de 95 millions d'onces. Cette quantité de métal précieux, supérieure de 50 0/0 aux importations du quinquennat d'avant-guerre représente 56 0/0 de la production mondiale des 6 années 1914-1920. On peut donc dire que la demande de l'Inde, surtout à partir de 1916 domina le marché de l'argent.

---

### § III. — DEMANDE DE LA CHINE DEPUIS 1915

La Chine est un des rares pays dont le système monétaire soit encore basé sur le principe du monométallisme argent. A vrai dire, il semble difficile, en ce qui concerne la Chine, de parler de système monétaire proprement dit. Ce pays ne possède à ce sujet qu'une organisation très primitive et qui manque totalement de cohésion et d'unité. La seule monnaie ayant universellement cours est l'ancienne sapèque de cuivre, qui sert, avec d'autres monnaies de cuivre locales, aux menues transactions du peuple. Cependant les marchés de quelque importance se règlent à l'aide de piastres d'argent. Ces piastres sont le plus souvent dissemblables quant au poids et au titre, mais le chinois ne considérant la monnaie que comme un poids déterminé de métal, elles circulent dans le pays comme des marchandises dont la valeur est liée à la teneur en métal fin de ces pièces de types multiples.

La monnaie de compte du grand commerce est le Taël d'argent ou « Liang » ; c'est une once chinoise dont le titre varie suivant les différentes régions de la Chine. Le service des Douanes dans les ports de commerce emploie principalement le Taël Haikwan, qui vaut 37,8 grammes, c'est-à-dire environ 1,22 once troy d'argent fin. Le change quotidien de Shanghai est calculé en « Taël de Shanghai » ; cette monnaie vaut 33 gr. 59, c'est-à-dire 1,08 once troy d'argent fin.

La Chine, dont l'absorption moyenne d'avant-guerre était comme nous l'avons vu relativement faible, a cependant toujours joué sur le marché un rôle très important, à cause de son stock considérable et de l'amplitude de variation de ses importations et exportations de métaux précieux.

Pendant et après la guerre, les achats et les ventes d'argent effectués par la Chine eurent une influence prépondérante sur les prix du métal blanc.



La Chine, dont les importations nettes d'argent avaient atteint en 1913 le chiffre de 20 millions d'onces correspondant à une valeur de 36 millions de HKw Taëls, restreignit considérablement ses achats de métal peu après la déclaration des hostilités. Pendant les premières années de la guerre, en effet, les achats de métaux précieux se ressentirent vivement du sentiment de crainte et d'insécurité qui régnait alors dans les milieux financiers chinois. D'autre part, le commerce extérieur eut à souffrir de la rareté des frêts dans l'Océan Pacifique qui paralysa les échanges avec l'Inde, le Japon et les Etats-Unis. La balance de la Chine en accusa un déficit marqué, la demande de l'intérieur se ralentit et cette période d'inactivité du commerce chinois fut caractérisée par une accumulation dans les banques de Shanghai et de Hong-Kong de stocks d'argent considérables et très supérieurs aux besoins commerciaux de ces deux marchés.

Dès 1916, la demande de l'Inde se montra très active. Le marché de Londres, débordé à ce moment par la demande des pays occidentaux pour la frappe de monnaies divisionnaires, était dans l'incapacité absolue de fournir à l'Inde les quantités énormes de métal par elle réclamées. Dans ces conditions, un appel fut fait aux stocks de Shanghai et de Hong-Kong. Par l'intermédiaire des banques anglaises opérant dans le pays, la Chine expédia vers l'Inde 45.932.478 Taëls en 1916 et 38.204.059 en 1917. Ces ventes continuèrent pendant le 1<sup>er</sup> semestre de 1918 mais elles furent alors compensées par des achats considérables à San-Francisco.

Quoi qu'il en soit, si l'on se rapporte aux statistiques brutes de la Chine proprement dite, le quinquennat de guerre 1914-18 laisse apparaître un excès

d'exportation de 71 millions d'onces et le déficit d'importations s'élèverait à 220 ou à 94 millions d'onces, selon que l'on prenne pour base d'évaluation la moyenne du quinquennat 1909-13 ou celle du décennat 1904-13. Ce déficit dans les importations d'argent prendrait d'ailleurs une signification encore plus nette, si on le rapprochait du déficit dans les importations d'or qui atteindrait 11 ou 16 millions de taëls pour l'une ou l'autre des deux périodes envisagées.

**COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA CHINE**  
**EN 1000 Hwk Taëls (1)**

|      | Importations | Exportations | Total     | Importations<br>nettes de<br>marchandises |
|------|--------------|--------------|-----------|-------------------------------------------|
| 1913 | 570.163      | 403.306      | 973 469   | 166 857                                   |
| 1914 | 569.241      | 356.227      | 925.468   | 203 014                                   |
| 1915 | 454.476      | 418.861      | 873.337   | 35 615                                    |
| 1916 | 516.407      | 481.798      | 998.205   | 34.609                                    |
| 1917 | 549.519      | 462.932      | 1.012.451 | 86.587                                    |
| 1918 | 554.893      | 485.883      | 1.040.776 | 59 010                                    |
| 1919 | 646.998      | 630.809      | 1.277.807 | 16 189                                    |
| 1920 | 768.250      | 541 631      | 1.303.881 | 220.619                                   |

(1) Les chiffres relatifs au commerce extérieur de la Chine ont été publiés dans l'Economist Firm du 19 janvier 1921.

En ce qui concerne l'absorption propre de Hong-Kong, aucune statistique officielle n'a été publiée depuis 1913. M. l'ingénieur en chef Lochard dans un rapport au Gouvernement général de l'Indochine donne sur cette question l'avis suivant : « Il est naturel de penser que pendant la guerre l'évolution économique de Hong-Kong n'a pas suivi une direction opposée à celle de la Chine proprement dite, et qu'en conséquence ce port présentait un défaut d'argent apparent au début de 1919. Il est peu vraisemblable

que l'Angleterre, s'efforçant de recueillir en Chine l'argent dont elle avait besoin pour l'Inde, l'ait laissé thésauriser à Hong-Kong ». D'ailleurs en admettant même que le stock d'argent de Hong-Kong se soit maintenu à un niveau constant pendant la guerre, et en tenant pour exacts les chiffres antérieurs qui s'y rapportent, l'on trouverait que le déficit d'importation d'argent pendant le quinquennat 1914-18 pour « l'aire commerciale » chinoise s'élèverait à 251 millions d'onces par rapport à la moyenne du quinquennat 1909-13 et à 137 millions d'onces par rapport à la moyenne du décennat 1904-1913.

On émet généralement l'opinion qu'au cours des années 1916-17-18 la Chine s'était démunie de beaucoup plus d'argent qu'elle ne pouvait raisonnablement le faire. Il en résulta une grande gêne pour le pays. Le stock d'argent détenu à Shanghai n'est pas en effet un stock de matière première, mais un stock de monnaie qui sert à financer le commerce local, et que l'on peut comparer à l'encaisse métallique de nos banques d'émission occidentales. En 1918, ce stock fut tellement réduit que le gouvernement fut obligé de procéder à des émissions de papier monnaie et à des achats de métal sur les marchés américains.

En 1919, la situation monétaire se trouva singulièrement aggravée, sous l'influence des facteurs suivants. Au cours de cette année, la Chine vit son commerce extérieur atteindre une prospérité inconnue jusque-là. Après la signature de l'armistice en 1918 et la suppression en 1919 des entraves mises jusqu'alors à la liberté des transactions, les marchés européens désapprovisionnés furent rouverts et la reconstitution de leurs stocks nécessita des achats de marchandises considérables importées pour une large part d'Extrême Orient.

Il convient de remarquer d'autre part que l'évolution économique de la Chine au cours de ces dernières années la rendit à ce moment particulièrement apte à occuper une place de plus en plus grande sur le marché mondial. Dans une interview publiée par le « *John of London Weekly* », en 1919, M. Lenox Simpson, distingué représentant du gouvernement chinois, montre les étonnants progrès de la Chine qui, en quelques années seulement, porta au creuset une civilisation qui datait de plusieurs siècles : « Dans une plus large mesure que le Japon, les millions d'habitants de la Chine s'assimilèrent les idées et les progrès de l'Occident. Des industries nouvelles furent créées, un outillage perfectionné fut constitué, on construisit des lignes de chemin de fer et de tramways, des usines à gaz, etc... Aujourd'hui les rues de Pékin sont aussi difficiles à traverser que celles de Paris en raison de la circulation automobile. Il y a 10 ans la Chine ne possédait que 5 Etablissements bancaires étrangers, aujourd'hui elle en possède 25. Enfin, le dernier recensement porte à 416 millions le nombre des habitants du pays ». Ces faits sont suffisamment frappants en eux-mêmes. Ils permettent de mesurer l'importance de l'activité générale que peuvent engendrer de telles transformations économiques et sociales.

Le service statistique de la Douane chinoise considéra le commerce de 1919 comme un record (1). « La faim insatiable de l'Europe en produits alimentaires et en matières premières augmenta le chiffre du commerce chinois de 257 millions de taëls par rapport à 1918 et de 337 millions par rapport à 1913. Le revenu des Douanes augmenta de 36 millions de taëls

---

(1) Circulaire de Mrs Samuel Montagu, Londres 1920.

en 1918 et de 46 millions en 1919, et cela malgré l'élévation des droits ad valorem dont étaient frappés à leur entrée les objets assujettis. Le chiffre brut du commerce extérieur de la Chine fut en 1919 de 1.342.870.818 HKw Taëls et le chiffre net, exportations déduites de 1.277.092 HKw Taëls. Ces chiffres représentent une augmentation incroyable par rapport aux années précédentes ».

On conçoit que, pour financer les exportations chinoises, une quantité de métal considérable fut dès lors nécessaire.

La crise des changes européens et l'effondrement des devises des anciens belligérants contribuèrent aussi pour une large part à développer la demande d'argent en Chine. Dès 1917, et pour parer aux besoins monétaires du pays, le gouvernement avait procédé à des émissions assez nombreuses de papier monnaie. En 1919, à la suite de la débâcle du rouble, la population chinoise conçut une grande méfiance à l'égard de la monnaie fiduciaire. Les billets qui avaient été émis par la Banque de Chine tombèrent près du public dans un grand discrédit et les demandes de remboursement, principalement à l'intérieur du continent, se firent nombreuses et pressantes. A partir de ce moment les Monnaies et particulièrement celles de Nankin durent se montrer très actives à frapper des espèces métalliques. Enfin pendant toute la guerre, il y eut une infiltration considérable de monnaies blanches en Mandchourie, ce qui amoindrit encore les disponibilités en argents du pays (1).

Pour toutes ces raisons, la Chine appauvrie en métal précieux par ses exportations vers l'Inde de 1916

---

(1) Cf. Findlay Shirras. « Price of Silver », Londres 1920.

et 1918, et voyant d'autre part les besoins de sa circulation monétaire augmenter subitement, se vit en 1919 dans la nécessité de reconstituer ses stocks. Elle se porta donc acheteur pendant toute l'année et ses importations d'argent furent d'une amplitude et d'une continuité sans précédent. Le seul port de San-Francisco, expédia vers la Chine une quantité de métal qui ne fut pas inférieure à 64 millions d'onces.. Quant aux importations globales de métal blanc, elles montèrent d'après les statistiques de la Douane chinoise à 62.093.707 HKt contre 36.124.229 en 1918 et 27.507.000 en 1917.

Cette formidable demande de la Chine, à un moment où la balance créditrice de l'Inde favorisait les importations de métal dans ce pays, fut un des facteurs prépondérants dans la hausse des cours de l'argent en 1919 et au début de 1920.

---

## CHAPITRE V

### *LA HAUSSE DU NIVEAU GÉNÉRAL DES PRIX*

---

Lorsqu'on relit certains articles de revues parus entre 1916 et 1920, on en vient à s'étonner de la surprise causée au cours de ces années par la hausse inattendue de l'argent. L'élévation croissante des cours de ce métal sembla déjouer toutes les prévisions, bouleverser toutes les théories préexistantes, et pour trouver une explication à ce phénomène incroyable on risqua peut-être d'exagérer l'influence de certains facteurs tout en négligeant de mettre en lumière la cause principale qui motiva la hausse des cours.

Que faut-il entendre par hausse de l'argent ? Le cadre de cette étude ne nous permet pas d'énoncer ici la théorie générale de la valeur des métaux précieux. Qu'il nous suffise de dire que l'argent et l'or étant généralement considérés comme le prix des autres marchandises, leur valeur se mesure par la quantité des autres produits qu'ils permettent de se procurer par voie d'échange. Ce qu'il est intéressant de préciser ce sont donc les variations du pouvoir d'achat du métal par rapport à l'ensemble des marchandises. En d'autres termes, la hausse absolue de l'argent importe peu, c'est sa hausse relative qu'il faut déterminer pour juger de l'appréciation de ce métal au cours de ces dernières années.

Or, si l'on compare la courbe des prix de gros dans les différents pays et celle des cours de l'argent dans ces mêmes pays, on constate entre ces deux courbes une analogie frappante. Le métal blanc semble avoir été emporté dans le mouvement général du prix par une hausse lente et continue qui est grossièrement parallèle à celle des nombres-indices définissant le niveau général du coût des autres marchandises. Si elle s'en est parfois écartée, notamment fin 1919 et début 1920, c'est sous l'influence des divers facteurs dont l'étude a fait l'objet des chapitres précédents.

Mais, si la hausse absolue de l'argent et celle du niveau général des prix ont été ainsi étroitement liées, on peut dire qu'elles relèvent des mêmes causes. Il ne semblera donc pas inutile au cours de ce chapitre de rappeler le mécanisme de la hausse et de l'évolution des prix.

Le mouvement général des prix, tel qu'on peut le saisir d'après les « index-numbers », indique en temps normal des périodes très longues de hausse et de baisse. Au contraire, depuis la guerre, la hausse au lieu de se manifester lentement comme auparavant a pris tout à coup une allure très rapide. Il est vrai qu'après toutes les guerres les belligérants ont toujours connu, durant un certain nombre d'années, une période de hauts prix, mais le récent conflit qui bouleversa le monde civilisé détermina une hausse unique par son amplitude et son universalité.

Lorsque la hausse est ainsi rapide, on dit qu'il y a dépréciation de la monnaie ce qui peut signifier diminution de son pouvoir d'achat : la même quantité de monnaie ne permettant d'acheter qu'une moindre quantité de denrées ou de services.

A quoi faut-il attribuer cette dépréciation de la monnaie ?

On peut tout d'abord considérer la monnaie comme dépréciée simplement parce que l'ensemble des marchandises s'est raréfié vis-à-vis de la même quantité de monnaie, et que, par conséquent, la valeur d'échange de la monnaie vis-à-vis des marchandises est devenue moindre. Cette explication de la hausse des prix date du début de la guerre. Il est évident que le cours de certaines marchandises ou de certains services mit en lumière l'influence de la rareté. C'est ainsi que par suite des difficultés éprouvées au cours de la guerre par les importateurs et exportateurs pour se procurer le tonnage nécessaire à leurs expéditions, le prix du frêt s'éleva dans des proportions fantastiques (1). Mais d'une façon générale la raréfaction des marchandises n'a pas été plus grande pendant et après la guerre qu'avant 1914, elle a eu au contraire une tendance à diminuer. On peut même dire que dans certains pays où la hausse des prix s'est produite, on a constaté un accroissement du nombre des marchandises utilisables. Aux Etats-Unis par exemple les matières premières employées dans l'industrie en 1918 étaient de 16 0/0 plus abondantes qu'en 1913 et de 2 0/0 plus abondantes qu'en 1917, et le volume des transactions s'était accru à la même date de 20 à 40 0/0, par rapport au chiffre d'avant-guerre. Si on remarque qu'à cette époque le niveau général des prix de ce pays, s'était élevé de 90 à 100 0/0, on ne peut dès lors rendre la raréfaction des marchandises responsables de cette élévation.

---

(1) Dans l'Océan Indien en 1918, le prix du frêt a dû être multiplié par 20 ou 30.

La diminution du pouvoir d'achat de la monnaie peut, par contre, être attribuée à l'augmentation du nombre des signes monétaires en circulation par rapport à la quantité des marchandises produites et offertes sur le marché. Et dans ce cas la dépréciation de la monnaie peut se faire par deux mécanismes différents.

Tout d'abord nous pouvons admettre que la quantité de monnaies étant plus grande, la capacité de dépense de chacun est plus considérable et que par conséquent la demande accrue des marchandises en face d'une offre stationnaire provoque l'élévation des prix, c'est-à-dire la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie.

En second lieu nous pouvons concevoir un autre mécanisme ; le public commençant à se défier de la monnaie parce qu'elle circule en trop grande abondance, se débarrasse de celle qu'il a entre les mains pour l'échanger contre des biens auxquels il attribue une valeur plus stable. Il en résulte une circulation plus rapide de la monnaie qui, en augmentant l'abondance de signes monétaires, contribue de même à l'élévation des prix. Dans les deux cas la cause et les effets sont identiques.

Le raisonnement que nous venons de faire s'énonce sous la forme d'une théorie appelée « théorie quantitative de la monnaie », et dont le principe essentiel est le suivant : tout déséquilibre entre la masse des signes monétaires en circulation et la masse des paiements à effectuer, se traduit par une augmentation ou une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie.

En d'autres termes, c'est l'inflation monétaire qui est la cause principale de la hausse des prix. Cette affirmation semble particulièrement démontrée par l'expérience de ces dernières années.

L'obligation pour les Gouvernements des pays belligérants de faire face aux formidables dépenses nécessitées par l'état de guerre les amena à proclamer le cours forcé et à combler le déficit de leurs budgets par une création artificielle des richesses sous la forme d'émissions de papier-monnaie. Que se produisit-il dès lors ? Une inflation monétaire provoquant une hausse des prix qui se manifesta d'abord chez ces pays belligérants, et parallèlement une dépréciation de la monnaie de ces pays vis-à-vis de l'or, étalon international des valeurs.

Mais si la hausse des prix, c'est-à-dire la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, n'avait eu pour cause unique que cette dépréciation de la monnaie fiduciaire vis-à-vis de l'or, par suite d'émissions exagérées de papier, le niveau général des prix ne se serait pas élevé aux Etats-Unis par exemple, puisque le dollar y était resté au pair de l'or. En fait que s'est-il passé dans ce pays ? Le tableau suivant nous l'indique :

INDICES DES PRIX DE GROS AUX ETATS- UNIS (1)

| 1916 | 1914 — 100    | 1917          | 1918          | 1919          | 1920          | 1921          |
|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|      | Janvier 110.3 | Janvier 142.1 | Janvier 177.1 | Janvier 194.3 | Janvier 230.7 | Janvier 136.7 |
|      | Février 113.0 | Février 148.1 | Février 177.3 | Février 190.4 | Février 229.9 | Février 125.7 |
|      | Mars 112.1    | Mars 150.2    | Mars 178.0    | Mars 191.0    | Mars 229.0    | Mars 131.2    |
|      | Avril 115.0   | Avril 152.3   | Avril 178.2   | Avril 190.5   | Avril 279.2   | Avril 119.6   |
|      | Mai 115.4     | Mai 155.1     | Mai 173.0     | Mai 200.0     | Mai 219.7     | Mai 117.4     |
|      | Juin 120.3    | Juin 158.6    | Juin 179.1    | Juin 208.9    | Juin 243.9    | Juin 118.6    |
|      | Juillet 125.2 | Juillet 160.2 | Juillet 180.0 | Juillet 221.1 | Juillet 208.1 |               |
|      | Août 120.4    | Août 165.2    | Août 181.4    | Août 215.2    | Août 188.7    |               |
|      | Sept. 130.3   | Sept. 169.3   | Sept. 183.0   | Sept. 215.8   | Sept. 186.9   |               |
|      | Octobre 143.3 | Octobre 172.2 | Octobre 183.2 | Octobre 220.0 | Octobre 173.3 |               |
|      | Nov. 150.1    | Nov. 223.0    | Nov. 188.3    | Nov. 223.0    | Nov. 150.6    |               |
|      | Déc. 140.0    | Déc. 178.3    | Déc. 189.1    | Déc. 225.1    | Déc. 140.0    |               |

(1) Les chiffres ci-dessus sont extraits de l'indice de « Bradstreet's »

Ainsi, à partir du dernier trimestre de 1916 la hausse des prix aux Etats-Unis se fit sentir brusquement et suivit une courbe ascendante jusqu'en février 1920.

La même constatation peut être faite pour les autres pays où l'or resta effectivement dans la circulation. D'après le « Bulletin de statistique générale de la France » (1), le niveau général des prix passa en Suède de 100 en 1914 à 321 fin 1919 et au Japon de 100 à 280. Il ne semble donc pas que la dépréciation du papier vis-à-vis de l'or ait mesuré à elle seule, dans les différents pays, la perte du pouvoir d'achat de la monnaie nationale vis-à-vis des marchandises. La dépréciation de la monnaie a, en général, dépassé largement la prime de l'or sur le papier monnaie inconvertible. Il faut donc en conclure que la puissance d'achat de l'or lui-même vis-à-vis des marchandises, dans les pays où l'or est resté la monnaie courante, a beaucoup diminué.

Si l'or s'est déprécié dans ces pays c'est parce que le métal jaune s'y est accumulé. Pendant la guerre on a assisté en effet à un mouvement de l'or qui de Londres s'est étendu aux pays scandinaves, aux Etats-Unis et au Japon. Il s'est formé une sorte de « Gold Stream » qui, après avoir touché l'Europe Septentrionale s'est écoulé vers l'Amérique et l'Extrême-Orient, et cette accumulation d'or dans certains pays a déterminé une inflation monétaire analogue à celle qui se produisit ailleurs. Dans ces pays, en effet, l'or a été versé à la Banque Centrale et en échange de cet or, des billets ont été émis. L'action de ces billets sur les

---

(1) Numéro de janvier 1920.

prix a été la même que celle qu'aurait produit l'or lui-même s'il avait été lancé dans la circulation intérieure. En Suède l'encaisse de la Banque était en juillet 1914 de 146.000.000 de francs et la circulation de 320 millions. En décembre 1919, l'encaisse de cette même banque était de 391 millions et la circulation de 1.047 millions.

Aux Etats-Unis l'encaisse des Banques fédérales de réserve était en 1914 de 1.834 millions de dollars et la circulation de 2.384 millions de dollars. En décembre 1919, l'encaisse avait passé à 3.673 millions de dollars et la circulation à 14.995 millions (1). Même phénomène au Japon. L'encaisse de la Banque du Japon qui était en 1914 de 218.000.000 de yens (2) pour une circulation de 385.000.000 s'était élevé en 1919 à 712.000.000 de yens pour une circulation de billets de 1.144.000.000.

Ainsi l'importation considérable d'or, soit en Suède, soit aux Etats-Unis, soit au Japon a eu pour conséquence une inflation monétaire résultant de l'afflux de l'or lui-même. Il serait inexact de croire en effet, que l'inflation provienne uniquement de l'émission exagérée de billets de banque, sous un régime de cours forcé. Le phénomène de l'inflation a pu être observé dans des pays où la conversibilité du billet resta la règle. C'est donc seulement l'augmentation de la masse des instruments de paiement quels qu'ils soient, qui, en créant une abondance monétaire plus grande, rend inévitable la hausse des prix, et c'est pourquoi l'afflux

---

(1) La réserve d'or attribuée à cette époque aux Grandes Banques des Etats-Unis représente environ 30 0/0 des stocks monétaires mondiaux d'avant-guerre.

(2) Le Yen égal 2.58 au pair.

de l'or dans certains pays au cours de la guerre entraîna la dépréciation de ce métal vis-à-vis des marchandises.

Cette dépréciation de l'or, au cours de ces dernières années, eut d'ailleurs une influence très marquée sur le chiffre de sa production annuelle qui commença à décroître à partir de 1916.

A cette cause générale de diminution de la production vinrent s'ajouter en outre, jusqu'en 1919, les conséquences des mesures qui furent prises, dès le début de la guerre, par la Grande-Bretagne pour s'assurer au cours des hostilités les grandes quantités de métal jaune nécessaires aux règlements internationaux des Alliés. Dès 1914 en effet le gouvernement anglais mit l'embargo sur la production des mines de son empire colonial et s'en réserva le monopole d'achat au prix officiel d'avant-guerre. C'est ainsi que la Banque d'Angleterre, qui, avant 1914 achetait l'or au prix fixe de 77,9 shillings l'once standart, continua jusqu'en 1919 à effectuer ses achats à ce taux. Mais, pendant ce temps, les entreprises minières n'échappaient pas à la hausse des prix. Le coût de la production dans les mines d'or du Transvaal ne cessa de s'accroître, au cours de la guerre, en raison de l'élévation du prix des salaires, des machines, des explosifs ; la marge entre le prix de revient et le prix de vente devint pour ces entreprises de plus en plus étroite : les mines marginales à faible rendement fermèrent leurs portes et la production globale diminua.

A partir de 1919, l'Angleterre rétablit la liberté du marché de l'or et en autorisant les producteurs de ses colonies à vendre le métal sur le marché de New-York elle leur permit de bénéficier de la prime résultant de la dépréciation de la livre sterling par rapport au dollar.

Mais cette mesure fut inopérante à stimuler notablement la production, car l'élévation du coût en or des différents éléments du prix de revient de l'extraction ne rendait guère possible la réalisation d'un bénéfice d'exploitation.

En 1919 la crise minière prit toute son ampleur, aussi bien au Transvaal qu'aux Etats-Unis, et différentes propositions furent faites pour y remédier, mais aucune d'elles ne fut jugée pratiquement acceptable (1).

Pour toutes les raisons que nous venons d'indiquer très brièvement la production de l'or ne cessa de décroître depuis les premières années de la guerre.

En face du développement croissant de la richesse mondiale et de la diminution de la production de l'or, un économiste d'avant-guerre n'aurait pas manqué de conclure à l'accroissement du pouvoir d'achat de métal jaune, c'est-à-dire à la baisse des prix. Mais ce raisonnement a perdu toute valeur par suite des bouleversements apportés par la guerre dans la répartition mondiale de l'or. En effet l'importance des mouvements de ce métal n'a jamais été aussi grande que depuis ces dernières années. Ce sont les stocks d'or mondiaux qui se sont déplacés et qui en affluant dans certains pays y ont produit l'inflation monétaire.

La diminution de la production qui aurait pu avoir quelque influence sur les prix si l'or nouvellement extrait avait été également réparti chez toutes les nations,

---

(1) L' « American Mining Congress » réuni à Saint-Louis en novembre 1919 demandait que l'or employé dans l'industrie fut assujéti à une taxe « ad valorem » de 50 0/0 dont le produit serait livré aux mineurs mais l'application d'une telle mesure était évidemment impossible car elle eut provoqué la disparition de la circulation de l'or monnayé que ses détenteurs n'auraient pas tardé à fondre et à vendre à l'industrie avec une prime de 50 0/0.

n'en a exercé aucune ; le métal étant devenu trop onéreux pour les pays à change déprécié ne trouva plus qu'un seul débouché, celui des pays à monnaie saine où son afflux ne fit qu'aggraver une situation déjà critique.

Nous avons vu au cours de ce chapitre comment le déséquilibre monétaire, qui n'épargna que peu de nations, amena la dépréciation de la monnaie et la hausse des prix. Dans ce grand mouvement de hausse, le métal-argent se comporta comme une marchandise ordinaire. *Le niveau de son cours ne fut que temporairement dissemblable du niveau général des prix en or aux Etats-Unis.* Comme toute marchandise l'argent s'acquiert avec de la monnaie, mais la monnaie s'étant dépréciée, le dollar ou le pence n'ayant plus le même pouvoir d'achat qu'en 1914, la valeur absolue du métal argent augmenta alors que sa valeur relative par rapport aux autres marchandises restait presque constante.

Il convient donc lorsque l'on a sous les yeux les graphiques schématisant les cours successifs du métal blanc depuis 1916, de bien les interpréter et, en écartant les facteurs principaux des apparences, de constater d'abord la dépréciation du papier monnaie par rapport à l'or et celle de l'or par rapport aux marchandises.

---

## TITRE II

---

# Le Marché de l'Argent

d'Octobre 1915 à Février 1920

---

Nous venons de procéder à l'étude générale des facteurs économiques qui ont influé sur le cours de l'argent depuis 1915. Nous essaierons désormais, dans un exposé chronologique du marché, de mesurer l'action qu'au jour le jour ces divers facteurs ont exercée sur les cours, et d'indiquer quelle fut la politique des gouvernements en face de la demande croissante et de la hausse inattendue du métal blanc.

Il convient tout d'abord de dire quelques mots des deux grands marchés de l'argent métal : Londres et New-York.

Avant la guerre, le grand marché de l'argent était Londres. Ce marché négociait la presque totalité du stock minier, et fixait par conséquent le cours mondial. Le mécanisme de la place était le suivant : Le métal, en quittant les mains des raffineurs, était apporté des pays producteurs par chargements hebdomadaires, vers Londres, où les vendeurs étaient certains de trouver en tout temps une contre-partie. Là il était négo-

cié par l'intermédiaire des « Bullions Brookers » ou courtiers en métaux. Ces courtiers, très peu nombreux, se réunissaient quotidiennement et fixaient le prix de l'argent en considération des ordres d'achats ou de ventes ; la prépondérance des uns ou des autres se traduisait immédiatement dans le cours quotidien.

Comme l'écrivait un auteur anglais (1) : « La fixation du cours est l'œuvre de quatre firmes de courtiers londoniens qui se réunissent à 2 heures de l'après-midi, comparent la quantité de métal que chacun doit acheter ou vendre, et fixent ainsi un prix auquel les opérations peuvent s'effectuer. C'est ce prix qui passe près du public pour la côte du jour ».

Ainsi le prix à Londres servait de base aux prix des autres marchés qui se modelaient sur lui en tenant compte d'une part des frais de transport et assurance, d'autre part de la perte ou du gain au change entre Londres et le marché du pays considéré.

La place qu'occupait Londres comme centre financier international, et aussi l'importance de ce marché comme fournisseur d'un des plus gros acheteurs d'argent, l'Inde, légitimaient alors la prépondérance de l'Angleterre dans la fixation des cours d'un métal essentiellement américain.

A partir de 1917, le marché de Londres devait perdre peu à peu sa place incontestée d'avant-guerre. Ce fut là une conséquence directe du conflit mondial. L'Inde et la Chine étant les principaux soutiens du marché, il était naturel que le métal se dirigeât vers ces pays par la voie la plus courte, c'est-à-dire par le Pacifique. L'économie de transport ainsi réalisée,

---

(1) Cf. Findlay Shirras. « Price of Silver » p. 2 Londres 1920.

et que l'on semblait négliger avant la guerre devint particulièrement importante au cours des hostilités. En 1917, en effet, par suite de la guerre sous-marine, le taux d'assurance contre les risques de guerre atteignit un taux exceptionnellement élevé pour les transports à effectuer à travers l'Atlantique. De même, en 1919, le prix du frêt subit une hausse considérable et le prix net du transport en fut majoré d'autant. Dans ces conditions, le cours de New-York étant basé sur celui de Londres, déduction faite du frêt et de l'assurance, les acheteurs hindous et chinois pouvaient faire aux producteurs américains des offres supérieures au cours de New-York, sous condition de livraison à San-Francisco. C'est ainsi qu'au cours de l'année financière 1917-18 sur 80 millions d'onces importés aux Indes, 40 venaient directement d'Amérique.

D'autre part, à partir de 1919, les producteurs américains décidèrent, à la faveur des événements, de revendiquer pour eux-mêmes le privilège, appartenant jusque là à l'Angleterre, de fixer les cours du métal. C'est ainsi que les grandes entreprises : « American Smelting and Refining C° » ou « Trust des fondeurs », « l'Anaconda Copper Mining C° » et la « U. S. Smelting and Refining C° » qui, à elles seules, fournirent en 1918 les 75 0/0 de la production américaine, conclurent entre elles une entente dans le but de contrôler l'exportation de l'argent.

Enfin, le cours de l'argent étant surtout intéressant en comparaison de l'or, et le dollar étant la seule monnaie qui après 1919 conservât sa parité avec le métal jaune, le prix du métal blanc à New-York devint le seul effectif et le seul parfaitement stable dès l'instant où fut proclamée la libération du marché des changes.

Nous croyons devoir terminer cet exposé prélimi-

naire, en fournissant quelques explications techniques sur la cote de Londres et sur celle de New-York.

*Cote anglaise* : A Londres on cote l'once troy d'argent au titre standart. L'once troy pèse 31.1035 grammes. Le titre standart de l'argent est celui d'un alliage de 11 onces 2 penny-weight de fin, avec 18 penny-weight d'un autre métal par livre de 12 onces, c'est-à-dire 37/40 ou 925/1000.

L'once troy d'argent standart contient donc 28,77 grammes d'argent fin.

Les cours sont exprimés en pence ou 1/240<sup>e</sup> partie de la £ dont le pair en franc est de 25 fr. 2214.

Il existe deux cours : au comptant (For cash) ; à 2 mois (Forward).

*Cote américaine* : A New-York on cote l'once troy d'argent fin. Le prix est exprimé en cents ou centième du dollar, dont le pair en francs est de 5,1825.

---

## § I. — LE MARCHÉ D'AOUT 1915 A FÉVRIER 1918

La déclaration de la guerre avait coïncidé avec une baisse marquée dans les cours de l'argent. Cette dépression, qui affecta les cours au point de les précipiter au-dessous des cotes moyennes des années 1902 et 1907, avait persisté jusqu'en août 1915. Au cours de cette période, le prix de l'argent, qui avait été en juillet 1914 de 26 pences à Londres et de 56 cents à New-York, tomba en juillet 1915 à 22 1/2 pence et 47 cents.

La paralysie économique qui avait marqué le début de la guerre expliquait cette chute temporaire des cours. Au mois d'août 1914, il est vrai, le prix du

métal avait atteint 27 pence à Londres, mais il ne fallait voir dans cette reprise passagère que le résultat de quelques achats effectués pour le compte des Hôtels des Monnaies.

Peu après, la baisse s'accrut par suite de la faiblesse de la demande l'Inde. Ce pays, qui en période normale était le soutien du marché, suspendit ses achats de métaux précieux. Alors qu'au cours du quinquennat d'avant-guerre le chiffre moyen des importations nettes d'argent aux Indes avait été environ de 7.100.000 £. Au cours de la période comprise entre le 1er mars 1914 et le 1er octobre 1915, ce chiffre s'abaissa à 4.000.000 £.

Cette réduction de la demande de l'Inde s'expliquait par la situation économique du pays pendant les deux premières années de la guerre. La mousson avait été défavorable, les marchés occidentaux bouleversés par la crise financière de juillet 1914 avaient suspendu leurs achats de marchandises, et la balance commerciale de l'Inde qui avant la guerre accusait un solde créditeur de 22.500.000 £ avait vu ce solde à réduire à 13.000.000 £ pour l'année financière 1914-1915.

D'autre part, les restrictions diverses imposées par les belligérants au commerce international, la rareté du frêt résultant de la réquisition de la marine marchande par les gouvernements alliés, augmentèrent encore la faiblesse du marché. Dès cette époque pourtant la disparition par thésaurisation de la monnaie divisionnaire, le règlement de la solde aux armées, la généralisation du mode de paiement au comptant accrurent considérablement les besoins d'argent monnayé chez les pays belligérants ; mais la croyance en une fin prochaine de la guerre, fit considérer ces besoins

comme passagers, et l'on para à la crise de la monnaie divisionnaire en faisant de larges prélèvements sur les stocks métalliques des Banques d'émission ; c'est ainsi que pendant les deux premières années de la guerre, 300.000.000 de francs, soit la moitié de la réserve d'argent de la Banque de France, sortirent des caves de cet Etablissement. Grâce à cet appoint la frappe de pièces nouvelles put ne pas être envisagée, et le marché de l'argent n'enregistra qu'une faible demande de la part des pays à étalon d'or.

Le mois d'août 1915 semble avoir marqué le point le plus bas de la courbe des prix. A partir de cette époque en effet le marché reprit son animation et les cours commencèrent par une hausse lente et continue à s'élever jusqu'à un niveau presque inconnu jusqu'alors.

Le commerce d'exportation de l'Inde qui s'était ralenti pendant les deux premières années de la guerre reprit une activité nouvelle. Comme nous l'avons vu précédemment, les belligérants menacés par la famine firent en Orient dès 1915 des achats considérables de denrées de première nécessité. La balance commerciale de l'Inde devint largement créditrice et la demande accrue de métal provoquant la hausse des cours, cette hausse elle-même favorisa la thésaurisation. Les indigènes exigeant le règlement en argent de leurs traites sur l'étranger le stock de roupies métalliques du gouvernement diminua considérablement. Il passa d'après les « Indian Currency Returns » de 3.187 lacs de roupies en décembre 1915 à 1.778 larc en décembre 1916.

D'autre part la frappe monétaire des pays occidentaux devint particulièrement intense pendant les années 1915-1916. Nous ne reviendrons pas sur cette question traitée dans un des chapitres qui précèdent.

L'allure de la courbe de hausse depuis août 1915 fut assez régulière. Le métal cota successivement 21 pence à Londres en octobre 1915, 26 1/2 en janvier 1916, 27 2/5 en mars de la même année.

En mai, l'Angleterre étant venue à prohiber l'exportation de sa monnaie d'argent, le jeu de la spéculation poussa les cours à 37 1/8 du 1<sup>er</sup> au 3 mai. Cette hausse inattendue devait être suivie d'une dépression rapide. Le 22 mai, en effet, un communiqué du Gouvernement britannique annonçait la conclusion entre les gouvernements alliés d'un accord, aux termes duquel les Hôtels des Monnaies de France, d'Angleterre et de Russie s'engageaient à n'effectuer leurs achats de métal que conjointement entre eux et après entente préalable. Cette nouvelle eut une répercussion immédiate sur les cours qui de 37 1/8 tombèrent à 28 5/8 le 10 juillet. Ce prix devait marquer le niveau le plus bas de cette période. La Chine, qui pendant les années 1915 et 1916 avait satisfait aux besoins de l'Inde en métal précieux, vit son stock de Sycées se raréfier. Bientôt la pénurie de métal se fit sentir car le commerce d'exportation de la Chine était en pleine activité. Le stock d'argent détenu à Shanghai n'est pas en effet un stock de matières premières mais un stock de monnaies qui sert à financer le commerce du pays. La Chine dut donc effectuer des achats de métal à Londres et à San-Francisco. Cette demande pesa lourdement sur les cours qui cotèrent 35 15/16 en novembre 1916.

Dès les premiers jours de l'année 1917, le prix atteignit 36 1/2 pence et se maintint à ce niveau pendant tout le mois de janvier, il s'éleva à 38 7/16 en février, à la suite des achats opérés par la Chine à San-Francisco. Le 27 mars suivant un nouveau mou-

vement de baisse se produisit ramenant le prix à 35 11/16, taux le plus bas de l'année.

En avril, le gouvernement des Etats-Unis d'Amérique déclarait la guerre à l'Allemagne et aussitôt la Monnaie américaine, prévoyant d'importants besoins de monnaies divisionnaires, se porta acheteur sur le marché. Ces achats durent être considérables si l'on s'en rapporte du moins aux circulaires des courtiers en métaux précieux (1).

Pendant ce temps la Chine continuait à expédier aux Indes de grandes quantités d'argent sous forme de sycees ou de dollars qui furent retenus en grande partie par le gouvernement indien dont le stock métallique passa de 1.778 lacs de roupies en décembre 1916 à 2665 en août 1917. Il convient toutefois de remarquer que malgré le drainage effectué sur les réserves d'argent de la Chine, le stock de sycees à Shanghai ne tomba jamais plus bas que 19.700.000 onces contre 24.500.000 au 30 décembre 1916.

Le prix de l'assurance contre les risques de guerre dans l'Océan Atlantique s'éleva à 5 guinées pendant le mois d'avril, accentuant ainsi l'écart existant entre les prix de New-York et ceux de Londres. Le marché de l'argent n'en fut pas influencé immédiatement car à ce moment là, et jusqu'à fin mai, la Chine était plutôt vendeur qu'acheteur, mais un peu plus tard elle effectua des achats considérables. Etant donné qu'à New-York le prix est basé sur les cotations de Londres, déduction faite du coût du frêt et de l'assurance jusqu'à Londres, il devint évident que la Chine se

---

(6) La circulaire de Mrs Samuel Montagu du 7 juin 1917 évaluait les frappes américaines à 400.000 onces environ par semaine.

trouva en mesure de payer un prix supérieur au cours de New-York pour des livraisons à San-Francisco, puisque le taux de l'assurance de San-Francisco en Asie restait très inférieur à celui de New-York à Londres. Par suite des achats répétés de la Chine sur les places américaines, les disponibilités de Londres devinrent très insuffisantes et le marché, débarrassé de tout stock, se montra tellement impressionnable qu'une avance des cours devait forcément avoir lieu. Aussi pendant le mois de juin et le mois de juillet, la hausse se fit régulièrement avec un cours moyen de 39 et 40 pence. En même temps les pays occidentaux et principalement la France et l'Italie (1) continuèrent à frapper des pièces d'argent.

Enfin par suite de l'activité de la demande de denrées alimentaires et d'objets de première nécessité produits par l'Inde et de la difficulté qui s'ensuivit d'obtenir des remises sur ce pays, les achats d'argent se firent sans égard au prix.

C'est alors que pour empêcher toute concurrence locale, le gouvernement indien décida de prohiber toutes les importations privées d'espèces ou de bullion d'argent. Cette mesure amena le 16 juillet une hausse brusque de 1 penny dans les cours qui atteignirent 41 1/4 pence. Peu de temps après les Etats-Unis prohibèrent les exportations d'argent sans autorisation spéciale. En fait cette autorisation fut officieusement accordée à la Chine, dont les banques continuèrent au mois de septembre leurs opérations d'achat à San-Francisco.

S'élevant alors par bonds les cours montèrent le 21 septembre à 55 pence, prix qui n'avait pas été pratiqué

---

(1) D'après la circulaire de MM. Mocatta et Goldsmith une commande importante d'argent monnayé fut passée par l'Italie à cette date.

depuis mars 1878 et qui se maintint jusqu'au 25 septembre. « Ce qu'il y a de particulièrement remarquable dans cette hausse, disaient alors MM. Mocatta et Goldsmith dans leur circulaire annuelle, c'est qu'à dater du 27 juillet où l'on cotait  $39 \frac{5}{8}$ , elle progressa sans défaillance ni réaction pour atteindre 55 pence le 21 septembre soit un écart de  $15 \frac{3}{8}$  pence en l'espace de 2 mois ».

Trop de facteurs divers et puissants concouraient en même temps à cette hausse pour qu'un flottement dans les cours put en effet se manifester. La hausse fut cependant de courte durée. La Chine arrêta complètement ses achats vers la fin septembre, tandis que la promulgation d'un décret royal interdisait l'exportation de l'argent en Pays Scandinaves et en Hollande. Enfin les Etats-Unis vendirent largement des dollars mexicains et laissèrent s'accréditer le bruit qu'une entente était intervenue entre ce gouvernement et le gouvernement anglais dans le but de réquisitionner la moitié de la production mondiale pour satisfaire aux besoins de l'Inde. Les cours aussitôt accusèrent un fléchissement marqué. A la fin de septembre on cotait 49 pence. Le taux tomba ensuite de  $48 \frac{1}{4}$  pence le 1er octobre, et à  $41 \frac{7}{8}$  le 24 du même mois.

Toutefois vers la fin de l'année, le marché se montra un peu plus ferme et bien que le cours le plus élevé n'eut été que de 43 pences jusqu'au 20 décembre, on put constater une large tendance à la hausse. Le 2 janvier 1918, on cota  $43 \frac{1}{4}$ . Enfin à l'approche de la nouvelle année chinoise (11 février), la demande fut très active, le prix monta à  $45 \frac{1}{8}$  et se maintint à ce taux jusqu'à la fin du mois de mars.

Ainsi pendant toute l'année 1917 la courbe des prix de l'argent se fit remarquer par ses brusques oscilla-

tions, qui, en augmentant l'incertitude du marché, contribuaient à déjouer toutes les prévisions d'avenir.

Quand on examine attentivement le marché mois par mois, ainsi que les fluctuations subies par les prix au cours de cette année, on se rend facilement compte que c'est la Chine qui, par ses achats et ses ventes, provoqua ces oscillations qui ne pouvaient être attribuées aux besoins considérables des Alliés en argent monnayé, besoins qui, sauf à de rares intervalles, se manifestèrent durant toute l'année avec une grande régularité. Il n'en fut pas de même pour la Chine qui acheteur le mois précédent, devenait vendeur le mois suivant et provoquait ainsi d'inévitables et brusques fluctuations.

---

## § II. — LE MARCHÉ DE FÉVRIER 1918 A MARS 1919

Au début de l'année 1918, l'avenir du marché de l'argent était obscurci par les difficultés ressenties par l'Inde et la Chine qui ne pouvaient subvenir à leurs besoins monétaires. La Chine appauvrie d'argent, à la suite de ses exportations vers l'Inde au cours des années précédentes, en réclamait avidement. Aux Indes, la réserve gouvernementale était tombée à 1000 lacs de roupies (1), tandis que la circulation fiduciaire s'accroissait sans cesse, et chaque rapport monétaire montrait une diminution de l'encaisse métallique de roupies malgré le volume considérable de métal importé pour le compte de la Monnaie (2).

Enfin les Etats-Unis manifestaient leur inquiétude, en raison des difficultés qu'ils éprouvaient à trouver

---

(1) C'était le point le plus bas atteint depuis 8 années.

(2) Au cours de l'année 1917-18 la frappe de roupies s'éleva à 77.500.000 onces de fin.

l'argent nécessaire au règlement de leur balance commerciale défavorable avec l'Asie. Ils auraient pu évidemment solder en or l'excédent de leurs importations ; mais dès cette époque on était à même d'apprécier les avantages que procureraient dans l'avenir à un pays, la possession de larges stocks d'or. C'est pourquoi le Gouvernement américain n'entendait nullement laisser fuir vers l'Extrême-Orient l'énorme quantité de métal jaune que les règlements des Alliés avaient fait affluer chez lui au cours des 4 années de guerre. Des démarches furent alors faites par les Etats-Unis pour décider le Mexique à libérer et à jeter sur le marché, la partie de sa production qu'il conservait jusqu'alors pour les besoins de sa propre frappe. Dans ce but le gouvernement s'engagea même à fournir au Mexique 1.000.000 de dollars or à la condition qu'il supprimerait les restrictions à l'exportation du métal blanc.

L'application de cette mesure ne produisit pas grands effets (1). La situation s'aggrava de jour en jour. Les achats de l'Inde ne se ralentirent point. D'autre part la fermeté du change chinois continua à susciter une demande de métal de plus en plus considérable.

Tous les yeux se tournèrent alors vers les Etats-Unis qui possédaient un stock d'argent monnayé très important, dont la fonte et l'apport éventuel sur le marché étaient de nature à résoudre temporairement tout au moins, les difficultés de l'heure. On estimait généralement que seule une action énergique de cette nature de la part du gouvernement américain pourrait tarir les besoins de la Chine et faciliter l'obtention de remises sur l'Inde. D'ailleurs, dès le mois de décembre 1917, des conférences avaient été tenues à ce sujet aux Etats-

(1) Cf. Samuel Montagu circulaire annuelle 1918.

Unis entre les dirigeants de la Monnaie et les producteurs d'argent, et le bruit avait couru qu'un Bill serait incessamment déposé devant le Congrès et autoriserait la vente sur le marché, à un prix fixe d'environ 1 \$ l'once, d'une partie de la réserve de 460.000.000 de dollars argent détenue par la Trésorerie des Etats-Unis en contre-partie des « Silver certificates » qui avaient été émis pour cette somme de 1878 à 1893.

Le marché influencé nettement par les considérations ci-dessus exposées avait montré au début de l'année 1918 une certaine fermeté et le 2 janvier le cours avait atteint 43 1/2 pence. En raison de la nouvelle année chinoise qui tombait le 11 février, et qui correspond toujours à une période de liquidations nombreuses, une avance s'était dessinée et avait porté le prix à 45 1/8 le 5 janvier. Ce cours s'était maintenu jusqu'au 22 février.

A partir de ce moment, une baisse se manifesta à 42 1/2 car on était sans nouvelles de la législation américaine qui devait porter le prix à 1 \$. Mais le 23 et 25 mars on apprit que le projet de loi allait venir très prochainement en discussion devant le Congrès. Le marché reprenant du coup confiance, les prix s'élevèrent à cette date à 46 pence. Au même moment, l'« Indian Council » éleva le taux du change de la roupie d'un penny, de 15 pence à 1.6 pence pour les transferts télégraphiques avec une élévation proportionnelle pour les autres sortes de traites. Enfin le 23 avril la loi américaine fut votée et le prix de l'argent monta d'un seul bond à 49 1/4.

Le Bill voté par le Congrès est connu sous le nom de Pittman Act. (1) Comme le dit M. Findlay Shir-

---

(1) Du nom de son auteur le Sénateur Pittman qui représente le Nevada, un des Etats grands producteurs d'argent.

ras « C'est l'acte législatif le plus important qu'ait vu le marché de l'argent depuis les grandes lois de démonétisation de ce métal ».

Le Pittman Act est intitulé : « Loi tendant à conserver la provision d'or des Etats-Unis, à permettre le règlement en argent des balances contraires aux U. S. A., à fournir de l'argent pour la fabrication des monnaies subsidiaires et pour l'usage du commerce, à aider les gouvernements étrangers en guerre avec les ennemis des Etats-Unis, et aux fins ci-dessus, à stabiliser le prix et encourager la production de l'argent ».

Dans son article 1er, l'Act autorisait le Gouvernement à fondre 350.000.000 \$ d'argent provenant de la réserve de 450.000.000 constituée par les achats effectués de 1878 à 1893 en vertu du Blanc Act et du Sherman Act, et à revendre sur le marché, après refonte ou diffamation, les 271 millions d'once d'argent ainsi libérées (1). On retirerait de la circulation des silver certificates, et on procéderait à une émission de billets de la Federal Reserve Bank pour une somme correspondante à celle des dollars fondus et revendus.

Par contre dans son Art. 2 le Pittman Act spécifiait que le Gouvernement devait, en remplacement des 350.000.000 de \$ fondus, racheter sur la production des mines américaines une quantité de métal d'une valeur correspondante. Ces achats devaient être effectués, conformément aux règlements de la Monnaie, au prix fixe de 1 \$ par once de fin, et livrables au choix de la Monnaie à New-York, Denver, Philadelphie ou San-Francisco.

Les dispositions du Pittman Act furent complétées par un ordre de la Trésorerie aux termes duquel le

---

(1) 6.220.700 kg.

Gouvernement américain fixait le prix maximum de l'argent à 101 1/8 cents. Le Gouvernement anglais aussitôt fixa à 48 12/16 le maximum du prix du métal à Londres. Ajoutons enfin que l'exportation d'argent des Etats-Unis pour compte privé, soumise dès septembre 1917 au contrôle du gouvernement américain et à l'obtention d'une licence d'exportation, fut complètement interdite dès avril 1918.

Sur les 371.000.000 d'onces que le Pittman Act autorisait le gouvernement américain à vendre, 200 millions (1) furent envoyés dans l'Inde de mai 1918 à juillet 1919. Le reste fut absorbé par la Chine et l'Angleterre.

Les effets du Pittman Act furent ceux que l'on espérait : ils permirent de résoudre du moins temporairement les difficultés monétaires de l'Inde (2), et de remédier à l'impossibilité pour les Etats-Unis d'obtenir des remises sur l'Asie.

(1) Le tableau ci-dessous montre les effets du Pittman Act sur la circulation de l'Inde au cours de l'année 1918.

VARIATION DE LA RÉSERVE MÉTALLIQUE DE L'INDE

|                                                                        | 31 Déc.<br>1917 | 7 Avril<br>1918 | 22 Déc.<br>1918 |
|------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Billets émis. . . . .                                                  | 10.831          | 9.745           | 14.577          |
| Réservés en monnaies<br>et lingots d'argent :<br>dans l'Inde . . . . . | 1 905           | 1.044           | 2.391           |
| hors de l'Inde . . . . .                                               |                 |                 | 956             |

Les chiffres ci-dessus ont été publiés dans la circulaire annuelle de MM. Pixley et Abbel, Londrse 1918.

(2) 1 fois 1/2 la production mondiale annuelle.

Cependant on ne manqua pas d'adresser à la politique américaine le reproche d'avoir contribué à l'élévation des cours en fixant un prix minimum élevé pour la vente de ses dollars fondus.

Il est évident que si l'Amérique avait jeté brusquement sur le marché 271 millions d'onces d'argent, sans exercer son contrôle sur les prix du métal, un fléchissement notable des cours se serait produit à la fin de 1918.

Mais d'une part cette baisse n'eut été que temporaire, ainsi que le prouve la hausse de 1919 et 1920. D'autre part on ne pouvait demander à un pays gros producteur d'argent de contribuer délibérément à un avilissement du métal. Enfin n'était-il pas préférable, aussi bien pour les Etats-Unis que pour les pays gros consommateurs d'argent, qu'une stabilisation des cours intervint même à un taux élevé ? Cette stabilisation, en rendant la confiance au marché, en supprimant l'action aveugle de la spéculation, en maintenant à un nouvel état d'équilibre les systèmes monétaires basés sur l'étalon d'argent et jusqu'alors bouleversés par les fluctuations du métal fut accueillie avec intérêt puisqu'elle avait pour effet de remédier d'une manière heureuse à la crise dont la répercussion sur le marché s'était fait si durement sentir.

Aussitôt après la promulgation du Pittman Act, le prix de l'argent monta en Amérique à environ 1 \$ par once de fin et le prix à Londres s'équilibra à 49 1/4 dès le 24 avril. A partir de cette date les fluctuations des cours sur cette dernière place furent de minime importance, puisqu'elles ne traduisaient que les variations dans le coût du transport de New-York à Londres. A ce sujet, la signature de l'armistice eut quelque effet sur les cours pratiqués à Londres. La fin de la guerre sous-marine fut suivie d'une réduction du taux

des assurances maritimes contre les risques de guerre. Le cours, qui s'était maintenu à 49 1/2 pendant 71 séances de bourse, tomba le 12 novembre à 48 3/4 pence. Ce prix devint le nouveau maximum officiel. Il fut pour la même raison réduit successivement à 47 14/16 le 11 février 1919 et à 47 3/4 le 20 février.

Remarquons que le contrôle anglo-américain sur le marché de l'argent eut pour conséquence de consacrer la prédominance de New-York sur Londres comme grand marché de métal blanc. En effet, alors qu'autrefois le cours de New-York se modelait sur celui de Londres, avec déduction des frais de transport, c'est New-York au contraire qui, à partir d'avril 1918, fixa lui-même le cours mondial.

Les particularités du marché à partir de juillet 1918 furent d'abord la demande soutenue de l'Inde malgré une balance momentanément défavorable, et les difficultés de la Chine à se faire livrer ses commandes de métal.

En octobre 1918, une mousson d'été défavorable diminua considérablement les exportations de l'Inde, principalement en blé. C'était la première fois depuis plusieurs années que la balance de ce pays se montrât déficitaire. Cette situation anormale incita l'« Indian Council », dans le but de suppléer à la cessation de la demande de remises sur l'Inde, à offrir successivement sur Londres des traites en sterling, connues sous le nom de « Reverse Councill Bills », pour un montant de 1.000.000 £ puis de 2.000.000 £ par semaine. Cette mesure fit fléchir le change de l'Inde (1) ; mais

---

(1) Le prix des transferts télégraphiques tomba à 4,5 31/32 pence.

contrairement aux prévisions, elle n'eut aucun effet sur la demande qui ne cessa d'être très active en face d'une émission de billets croissante. Cette soif insatiable de métaux précieux de la part d'un pays dont la balance commerciale était défavorable, est un exemple frappant des influences exceptionnelles auxquelles fut soumis le marché de l'argent au cours de ces dernières années.

Pendant ce temps, la Chine, à cause de la rareté du tonnage et par suite des prohibitions sévères d'exportation pour compte privé de la part des Etats-Unis, manquait du métal nécessaire au règlement de sa balance commerciale. En raison de l'impossibilité pratique d'importer de l'argent, et aussi de la demande croissante de remises sur la Chine, le cours du change de Shanghai s'éleva dans de telles proportions que le commerce en fut lourdement grevé. En septembre, en effet, le cours à Shanghai des transferts télégraphiques atteignit 5,6 shillings, c'est-à-dire plus de 10 pence au-dessus de la parité de l'argent acheté à San-Francisco à 101 1/2 cents.

Comme rien ne faisait prévoir une détente possible du change du taël, le gouvernement chinois se décida à interdire le 28 septembre les exportations d'argent, afin de conserver intact le stock de métal blanc du pays (1). Cette décision fut dans une certaine mesure heureuse, car vers le milieu d'octobre le change du taël tomba à 5 shillings et se maintint à ce niveau jusqu'à la fin de l'année.

Tel fut l'aspect général du marché de 1918 à mars 1919. Il fut caractérisé comme nous l'avons vu par les interventions gouvernementales, l'institution d'un

---

(1) Le stock de sycees à Shanghai qui atteignit 29.900.000 Taëls le 22 avril était tombé à 19.000.000 T. fin septembre. (Circulaire annuelle Pixley et Abell's, Londres 1918).

contrôle sévère sur les exportations, et la stabilisation des cours du métal-argent au taux des prix maximum et minimum fixés par les gouvernements anglais et américain.

---

### § III. — LE MARCHÉ DE MARS 1919 A FÉVRIER 1920

Au cours de cette période d'une année le prix de l'argent ne cessa de s'élever d'une façon presque ininterrompue sur les deux grands marchés : New-York et Londres. Depuis mars 1919, le prix moyen pour chaque mois fut plus élevé que le précédent. Le mouvement de hausse demeura donc très ferme en dépit des mouvements de va-et-vient inévitables de la cote.

Le 22 mars 1919, l'Angleterre renonça spontanément à la stabilisation artificielle de son change et au chevillage (pegging) du cours de la £ en dollar. Comme à ce moment le marché anglais désapprovisionné recevait de grandes quantités de marchandises principalement d'Amérique, et que la balance du pays était par cela même défavorable, le sterling ne tarda pas à se déprécier par rapport à l'or. C'était la conséquence inévitable de la suppression du contrôle des changes. La £ tomba alors de 4,76 dollars à 4,68 le 29 mars, et le cours de l'argent à Londres, étroitement lié aux fluctuations du dollar s'éleva chaque jour. Le 5 mai le « Federal Reserve Board » fit connaître que les restrictions ou exportations de métal étaient levées et que le prix maximum officiel était supprimé bien que le Pittman Act restât en vigueur. C'était la libération du marché, et Londres suivit ce mouvement dès le 9 mai. Aussitôt les cours enregistrèrent un mouvement de hausse. Le 12 mai on cota 58 pence à Londres et 119,75 cents à New-York.

C'était le plus haut prix atteint depuis 1877. Cette brusque élévation de la cote était d'ailleurs artificielle et ne pouvait, s'expliquer que par l'activité des spéculateurs.

Les cours ne tardèrent pas à rétrograder à 51 pence le 21 mai, la demande n'ayant pas répondu à l'attente. Les neutres en effet qui, pendant la période du contrôle anglo-américain du marché, n'avaient pu satisfaire leurs besoins, se montrèrent cependant peu empressés à procéder à des achats de métal car à ce moment la baisse de la £ jetait un élément de trouble sur les transactions internationales. D'autre part, l'Inde n'avait point un besoin immédiat d'argent. N'avait-elle point en effet en effectuant des achats sous le Régime du Pittman Act augmenté sa réserve métallique ? D'un autre côté sa demande se trouvait ralentie par suite du mauvais état des récoltes.

Enfin, les demandes de la Chine subissaient un temps d'arrêt, à tel point que du 10 mai à la fin août aucun envoi de San-Francisco vers ce pays ne fut signalé dans les circulaires des courtiers en métaux précieux. Pour ces diverses raisons, on assista de juin à septembre à un ralentissement du mouvement de hausse qui avait succédé à la libération du marché. A New-York la cote s'échelonna entre 108,25 le 29 mai et 113,0 le 14 août. A Londres, la hausse continue enregistrée pendant cette période était purement apparente et trouvait sa cause unique dans la baisse de la £ qui atteignit 15 0/0 le 20 août (1).

A partir de septembre, les conditions du marché subirent quelque modification. La Chine qui s'était précédemment abstenue formula une énorme demande

---

(1). Cours de la £ 4.13.

de métal pour financer son commerce et reconstituer son stock de monnaie qui, malgré les grandes quantités d'argent importées, diminuait sans cesse (1). Dès le début du second trimestre de 1919, les « Anglo-Eastern-Banks » se portèrent acheteurs sur le marché américain à des prix supérieurs à ceux que pouvait offrir le marché de Londres. Il en résulta que les envois vers cette dernière place se restreignirent et que la faiblesse des disponibilités fit monter le prix. Le 24 septembre, le cours au comptant de 63 pence dépassa le record de 62 3/4 pence atteint en 1859. Le 29 octobre on cota 66 1/2, parité de la monnaie d'argent britannique. A ce moment la demande de l'Inde reprit son activité et les prix s'élevèrent le 27 novembre à 76 1/8 à Londres et 137,5 cents à New-York.

Au cours de 129,2 cents la valeur intrinsèque du \$ était égale à sa valeur légale ; la fonte étant licite en Amérique on pouvait s'étonner que ce cours critique fut dépassé. Il en fut cependant ainsi, car il était difficile de rassembler suffisamment de \$ d'argent pour faire face aux demandes de l'Extrême-Orient. Le Trésor ne délivrait en effet ces \$ que contre remise de « Silver certificates », et ceux-ci étaient devenus très rares par suite de l'exécution du Pittman Act.

Le 29 novembre, on apprit que le gouvernement américain, désireux de stabiliser le change avec l'Extrême-Orient sans procéder à des règlements en or, était disposé à vendre des \$ en argent en échange de \$ or et à permettre leur exportation sous forme de lingots. Les cours tombèrent alors au pair de 129

---

(1) Le stock de sycees à Shanghai diminua de 3.000.000 HKT entre le commencement et la fin de l'année et le stock de \$ mexicain de 1.300.000 HKT.

cents. Du 1<sup>er</sup> au 25 décembre 15 millions de \$ argent furent ainsi expédiés de San-Francisco vers la Chine, et la demande en vue des règlements de fin d'année était si grande, que ces envois furent faits sans qu'on prit même la peine ni le temps de fondre préalablement les pièces.

Mais quelques jours après, la nouvelle se répandit que le gouvernement avait conclu un accord avec trois grandes banques américaines opérant en Chine, et au terme duquel les 20.000.000 de dollars argent que possédait encore le Trésor seraient échangés par l'intermédiaire de ces Banques au prix de 135 c. l'once de fin contre délivrance de traites d'exportation sur Shanghai (1). Les cours marquèrent alors un mouvement de reprise à 132 cents jusqu'en février 1920.

La hausse continue de l'argent à Londres pendant cette période jusqu'à la deuxième quinzaine de février, ne fut imputable comme précédemment, qu'à la dépréciation progressive du change anglais qui descendit à son point le plus bas en janvier 1920 (cours de la livre : 3,0 \$). Le marché enregistra alors des cotes invraisemblablement élevées (89 d. 1/2 le 11 février), et que l'on n'avait jamais vues pendant tout le cours du XIX<sup>e</sup> siècle. La date du 11 février 1920 devait marquer le point le plus haut de la courbe des prix de l'argent qui depuis plus de 4 années n'avait cessé de s'élever d'une façon presque continue. Dès la deuxième quinzaine de ce mois les prix devaient fléchir, et la baisse devait laisser alors l'opinion aussi surprise que la hausse.

---

(1) Circulaire de Mrs Pixley et Abell's, décembre 1919.





DEUXIEME PARTIE

---

**La baisse de l'Argent  
en 1920**

**La stabilisation**

DES

**Cours du Métal en 1921**



## DEUXIÈME PARTIE

---

### **La baisse de l'Argent en 1920 La stabilisation des Cours en 1921**

---

Le métal blanc, dont nous avons vu le cours atteindre des hauteurs vertigineuses en février 1920, devait perdre à partir de cette date l'incroyable faveur des hauts prix qui en avait caractérisé le marché depuis les premières années de la guerre.

Cette baisse assez brusque ne manqua pas de susciter un étonnement aussi grand que celui qui avait accompagné la hausse.

De bons esprits vers la fin de 1919 et au début de 1920, c'est-à-dire à l'époque où la courbe des prix atteignit son point culminant, prédirent sinon une hausse nouvelle du moins une stabilisation au niveau existant. Alors qu'en 1917 et 1918 on jugeait impossible le maintien des prix élevés, en 1920 on renonçait à envisager l'hypothèse inverse.

A vrai dire les vicissitudes qu'avait éprouvé le marché au cours des années qui venaient de s'écouler rendaient singulièrement hasardeuse et délicate toute prévision quelconque sur son avenir immédiat. Comme le faisait remarquer M. Lochard dans le rapport remarquable sur la question de l'argent qu'il adressa en avril 1920 à la Commission monétaire indo-chinoise : « La hardiesse et la précision dans les pronostics commerciaux résultent souvent d'une méconnaissance de la complexité des facteurs influant sur l'état d'un marché ».

---

## CHAPITRE PREMIER

---

# La baisse de l'Argent en 1920

---

### § I. — CAUSES DE LA BAISSÉ

Si le brusque revirement des cours n'était guère prévisible, du moins quand il se produisit les causes qui l'avaient déterminé apparurent nettement aux yeux de tous.

Les lois économiques dont les effets inéluctables avaient été paralysés par les circonstances exceptionnelles nées de la guerre, et par le bouleversement qui suivit la cessation des hostilités, ne tardèrent pas dès que leur libre jeu devint possible, à mettre un frein à la hausse des prix du métal. Nous allons essayer d'examiner successivement les facteurs divers dont le poids se fit sentir sur le marché de l'argent.

La hausse du métal blanc de 1915 à 1920 avait eu pour résultat de porter le trouble dans la circulation des pièces d'argent des pays qui n'utilisaient ces monnaies qu'à titre subsidiaire. Il arriva que, par suite de l'élévation continue des cours de l'argent, ces pièces, dont la dépréciation commerciale avait suivi pendant les cinquantes années qui précédèrent la guerre, la dépréciation croissante du métal qui les constituait, virent à partir de 1919 et de 1920 leur valeur intrinsèque atteindre puis dépasser la valeur légale qui leur avait été assignée par les lois monétaires des différents Etats. Dans ces conditions dès qu'un-certain cours fut atteint pour lequel la valeur du métal fin contenu dans les diverses pièces d'argent fut supérieure à la valeur légale de ces pièces, leurs détenteurs, en dépit de toutes les prohibitions gouvernementales, cherchèrent à réaliser la prime dont la vente des monnaies sur le marché pouvait les faire bénéficier.

C'est ainsi qu'on assista à des fontes clandestines d'espèces métalliques qui virent grossir les disponibilités des marchés et principalement de celui de Londres. D'après le Board of Trade les arrivées du Continent atteignirent en 1920 3.300.000 £. Cette estimation est certainement au-dessous de la réalité. Le caractère clandestin de ces ventes empêcha en effet d'en apprécier exactement l'importance et les circulaires des courtiers de Londres furent à ce sujet extrêmement discrètes. Il dut cependant il y avoir à ce moment à Londres un marché spécial à l'argent provenant de cette source, et pratiquant des cours sans doute différents de ceux du marché officiel, mais il faut admettre que les courtiers en métaux précieux plus que quiconque avaient un intérêt direct à couvrir d'un voile ces transactions mystérieuses.

A ces fontes clandestines, s'ajoutaient encore les fontes officielles par suite de la démonétisation des pièces d'argent par les gouvernements de l'Europe centrale. Le vieux mark-argent, la couronne autrichienne et tchéco-slovaque, furent portées au creuset, et leur réalisation servit à obtenir à l'étranger les matières premières et les denrées de première nécessité indispensables à la vie matérielle de populations déjà menacées par la famine.

C'est ainsi que la Tchéco-Slovaquie expédia à Londres de grandes quantités de métal, tant en barres qu'en monnaies. La fonte des monnaies d'argent était, il est vrai, interdite, sauf licence du Trésor de Sa Majesté, mais en ce qui concerne les monnaies des pays alliés, n'ayant plus cours par suite d'une décision gouvernementale, l'autorisation et la licence furent généralement accordées.

En 1920, l'Allemagne procéda également à une démonétisation complète de ses monnaies d'argent. Le gouvernement allemand se trouva ainsi à la tête d'une énorme quantité de métal blanc évaluée, d'après la circulaire des courtiers, à plus de 35 millions d'onces. Des banquiers de divers pays furent alors, dit-on, présentés par l'Allemagne, à qui l'on prêtait l'intention de solliciter à l'étranger des ouvertures de crédit contre ce numéraire. Mrs Samuel Montagu dans leur lettre annuelle de 1920 firent observer à ce sujet qu'il était plus vraisemblable de croire que le gouvernement allemand avait déposé dans les banques étrangères une quantité importante du métal provenant de la démonétisation des marks, et qu'il avait donné des ordres pour que ce métal fut négocié sur le marché dans des conditions avantageuses. L'écoulement de ce stock se

fit pour la plus grande partie à Londres, mais la promulgation du nouvel état des paiements à effectuer par l'Allemagne au titre des réparations vint en 1921 mettre un terme à ce courant de métal vers le marché anglais.

En effet, la loi dite « Reparation's Act » du 7 avril 1921, n'autorisa que jusqu'à concurrence de 74 0/0 le paiement des marchandises exportées d'Allemagne, les 26 0/0 restant allant aux Douanes pour le compte de l'Etat. Pour cette raison l'argent allemand fut dirigé de préférence sur le marché de New-York. En juin 1921 (1) les envois d'Allemagne vers les Etats-Unis étaient estimés à 32.000.000 onces. Ce stock de métal était destiné dit-on à garantir une avance des banquiers américains au gouvernement allemand en vue des paiements à faire aux Alliés.

D'autre part, le Parlement anglais avait voté en 1920 une loi réduisant de 0,925 à 0,500 de métal fin le titre de la monnaie d'argent britannique. Il y eut un excédent de métal résultant de cette transformation du titre des monnaies. On estimait en effet que si toutes les pièces d'argent émises depuis le commencement du règne d'Edouard VII, et représentant environ 37.095.905 £, avaient été fondues et remonnayées au nouveau titre, une quantité de métal évaluée à 57.330.035 onces soit plus du 1/4 de la production mondiale aurait été libérée. Cet excédent ne fut qu'en très petite partie consacré à la frappe des monnaies nouvelles, et sa réalisation se poursuivit sur le marché. De plus sur un avis du « Currency Council » des pièces de l'Empire représentant 1.250.000 £, et des mon-

---

(1) Cf. Circulaire annuelle de MM. Pixley et Abell's 1920.

naies de l'Ouest africain représentant 860.000 £ furent rapatriées en Angleterre, fondues et lancées sur le marché, sans égard à la répercussion que cet appoint considérable devait avoir sur les cours.

Par suite de cette fonte de monnaies anglaises et des arrivages constants de lingots du Continent, la quantité de métal sur le marché fut si considérable que les possibilités d'affinage devinrent insuffisantes. On fut obligé de vendre cet argent à deux mois de livraison, délai indispensable aux opérations d'affinage, et l'écart entre le disponible et l'argent à terme atteignit 5 pence l'once en avril 1920.

L'offre de métal subit donc un accroissement marqué dès l'année 1920. Que devint la demande ?

Nous connaissons l'importance de la demande des pays d'Extrême-Orient sur la tenue du marché de l'argent. Par suite de l'activité décroissante des Hôtels des Monnaies et de l'abondance des stocks, cette demande restait le dernier soutien du marché. Elle devait ruiner tous les espoirs que l'on avait placés en elle.

La cessation des hostilités et les efforts des anciens belligérants pour rétablir leur équilibre économique d'avant-guerre renversa en effet brutalement la situation des pays asiatiques.

L'Extrême-Orient s'était enrichi considérablement par ses fournitures aux Alliés. Ces exportations de marchandises, ne rencontrant pas une contre-partie d'importations d'Europe, avaient dû être payées dans la monnaie des exportateurs, c'est-à-dire en argent. D'où demande considérable de monnaies d'argent et hausse du métal. A la fin de la guerre la situation fut toute différente, et les nations occidentales, affaiblies par une lutte de 5 ans, accablées sous le poids d'une dette énorme, réduisirent leurs achats à l'étranger, dès que la

solidarité financière qui depuis 1914 avait uni les Alliés prit fin en 1919. Quand chaque nation en fut réduite à ne plus compter que sur son propre travail pour relever ses ruines, on vit se dessiner chez chacune d'entre elles une tendance au protectionisme, sinon au nationalisme économique. Le mot d'ordre fut de développer les exportations, de restreindre les importations, et de contribuer ainsi au redressement de la balance des comptes. Cette politique en ce qui concerne l'Extrême-Orient fut d'ailleurs rendue nécessaire par suite de la tension extrême des changes asiatiques. Le 1er mars 1920, la roupie cotait 2,7 1/4 shilling, le Taël Hong-Kong, 5,7 le Taël Shanghai, 8,7 et la piastre Indo-Chinoise 6,4. Cette élévation excessive des changes, à un moment où la capacité d'achat des pays d'Europe se voyait ni notablement réduite, était bien de nature à décourager les exportations vers ces pays.

Enfin, la Chine et surtout l'Inde, qui pendant la guerre avaient exporté d'énormes quantités de produits alimentaires et de matières premières, sans pouvoir obtenir en échange les produits manufacturés nécessaires à leurs besoins, firent en Europe des achats considérables. C'est ainsi que pour la période comprise entre le 1er février 1920 et le 1er février 1921 la balance commerciale de l'Inde accusa un solde débiteur de 45 crores 33 lacs de roupies, alors que pour les 12 mois précédents l'excès des exportations sur les importations avait été de 93 3/4 crores en faveur de l'Inde (1).

Comme l'Europe n'absorbait plus de matières premières, les pays d'Extrême-Orient offrirent de l'argent

---

(1) Chiffres extraits du Rapport annuel de la National Bank of India pour 1921.

pour solder leurs achats, mais les Etats Occidentaux n'avaient plus qu'un très faible besoin de ce métal, dont les cours ne tardèrent pas à s'effondrer.

Ajoutons que dès la fin de 1919 les banques avaient acheté de grandes quantités d'argent en vue d'une hausse nouvelle, mais que dès l'apparition de la baisse, elles jetèrent ces stocks sur le marché ce qui accentua et précipita la débâcle des cours.

---

## § II. — LE MARCHÉ DE FÉVRIER 1920 A MARS 1921

Nous avons abandonné l'étude du marché à la date du 17 février 1920 au moment où l'envolée des cours porta le prix de l'argent à 89 1/2 pence à Londres.

Pour les différentes causes exposées ci-dessus ce prix record ne devait pas se maintenir mais le mouvement de baisse qui ne s'arrêta qu'en mars 1921 ne se poursuivit pas sans certaines réactions dont les causes nous ont paru intéressantes à signaler.

L'ouverture de la période de chômage marquant en Chine le début de la nouvelle année, amena vers la mi-février une détente prévue de la demande d'argent et les cours affirmèrent une tendance à la baisse, légère d'abord à New-York où le prix de l'argent ne descendit au-dessous du pair du dollar que le 6 mars (128 3/4 cents), mais beaucoup plus marquée à Londres en raison d'une hausse de 10 0/0 de la £. La baisse s'accrut ensuite à New-York, mais au mois d'avril la chute de 25 0/0 enregistrée à Londres depuis le plus haut cours (89 1/2) paraît due pour moitié à la hausse du sterling par rapport à l'or.

La circulaire Montagu signala le 10 avril à Shanghai un stock énorme évalué à 44.700.000 onces. Ce stock représentait, dit-on, des monnaies d'argent des U. S. A. qui avaient été mises à la disposition des banques américaines pour négocier le commerce très actif qu'elles faisaient avec la Chine. Vers cette date cette grande quantité de métal fut offerte sur le marché et les prix s'en ressentirent. Dans le courant de mai on cota 60 pence à Londres et dans les premiers jours de juin le prix américain tomba au-dessous du dollar.

On se demanda alors si la Monnaie américaine allait procéder à des rachats de métal en vertu de l'article 2 du Pittman Act de 1918 (1). Certaines difficultés d'ordre pratique mettant un obstacle à l'application de cette mesure le marché en fut péniblement impressionné et le 15 juin le prix à Londres tomba à 44 pence.

Cette date marqua un arrêt dans la baisse des cours.

Dans la troisième semaine de juin, la Monnaie américaine commença ses achats. Le marché devint plus ferme et l'on cota 50 pence le 30 juin et 53 pence le 21 juillet. D'autre part à ce moment les bazars de l'Inde firent des achats importants. A la faveur de cette demande le prix s'éleva à 63 3/4 pence le 20 août. Il ne faudrait pas s'exagérer l'importance de cette hausse due en grande partie à la faiblesse du change anglais. La £ qui cotait en effet à New-York 3,83 le 21 juillet était tombée à 3,58 le 20 août. Durant le mois de septembre, la Chine reprit ses achats et, à la faveur d'un change stable de la £, les cours se maintinrent à 60 pence jusqu'à la fin du mois. La demande

---

(1) V. supra I<sup>re</sup> Partie. Titre II § 2 et infra, page 135.

de la Chine était d'ailleurs uniquement spéculative car le commerce d'exportation du pays se montrait très inactif.

Dès le début d'octobre le marché fut lourd et les prix rétrogradèrent à 53 pence. Les mauvaises nouvelles de l'Inde où la moisson avait été défavorable à l'agriculture augmentèrent encore la faiblesse des cours qui se maintinrent avec peine à 50 pence jusqu'au 19 novembre. A partir de cette date le mouvement de baisse s'accéléra. Les bazars de l'Inde firent des ventes importantes de métal. D'autre part, la Chine fut victime d'une famine qui s'étendit à quatre grandes provinces et qui obligea le gouvernement, le 1er janvier 1921, à prohiber l'exportation de certaines denrées alimentaires indispensables à la subsistance des habitants.

Après avoir hésité à 44 pence, le prix du métal tomba à  $40 \frac{7}{8}$  à la fin de l'année, et à  $34 \frac{1}{2}$  au début de février 1921. La baisse encouragea les bazars de l'Inde à faire quelques achats mais leur demande fut éphémère et la chute des prix se poursuivit jusqu'au 5 mars où l'on cota  $30 \frac{5}{8}$  au comptant à Londres et 56 cents à New-York. Cette date marqua le point le plus bas dans la courbe des prix. La valeur commerciale de l'argent qui s'était accrue d'une façon si considérable au cours des deux années précédentes était revenu à son niveau de juillet 1916.

---

## CHAPITRE II

### *LA STABILISATION DES COURS EN 1921*

---

Les caractéristiques essentielles du marché de l'argent à partir du mois de mars 1921 semblent avoir été : d'une part la remarquable vigueur qui se manifesta dans les cours en dépit de la crise économique mondiale dont les répercussions se firent cependant tout particulièrement sentir chez les deux grands pays consommateurs d'argent, l'Inde et la Chine ; d'autre part, la stabilisation des cours à un niveau sensiblement peu supérieur à celui d'avant-guerre.

Le cours de l'once d'argent, qui était tombé à 30 5/8 pence le 5 mars, se releva peu après pour atteindre un maximum de 43 3/8 pence en octobre et la courbe des prix qui, pendant les années précédentes, avait présenté des oscillations d'une si large amplitude, n'enregistra pendant les derniers mois de 1921 que des écarts de niveau peu considérables.

Nous allons rechercher dans les pages qui vont suivre, sous l'influence de quels facteurs le marché de l'argent entra dans cette phase nouvelle.

## § I. — LA DEMANDE DE LA CHINE

Pendant toute l'année 1921 la Chine exerça sur le marché une influence considérable et supérieure à celle de tous les autres pays.

A un moment où la crise économique et le marasme des affaires ralentirent dans le monde entier l'activité des transactions et la prospérité du commerce, la Chine, indifférente à toutes ces influences déprimantes, contribua par ses achats soutenus d'argent à la reprise du marché.

Il semble que ce soit dans le développement tout à fait exceptionnel et inattendu du commerce extérieur de la Chine qu'il faille chercher la cause principale de la demande d'argent de ce pays. Le « Department of Oversea Trade », dans un rapport publié en juin 1921, s'exprimait à ce sujet comme suit :

« La Chine a comme le reste du monde souffert de la dépression qui suivit le « boom » éphémère de 1919 et 1920. Elle éprouva de grosses difficultés à écouler ses produits sur les marchés, congestionnés à l'excès, d'Europe et d'Amérique. Elle fut en même temps saturée des stocks de marchandises étrangères achetées à un moment où le change était très élevé et qu'elle se vit dans la nécessité de liquider à perte par suite de la baisse sensationnelle des changes orientaux au printemps de 1920. On aurait donc pu s'attendre à trouver le commerce extérieur du pays déprimé et inactif. Or les statistiques nous apprennent, que les chiffres du commerce d'exportation et d'importation de la Chine dépassèrent en 1920 ceux des années précédentes ».

**COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA CHINE de 1918 à 1920**  
en Haikwan Taëls

| Année | Importations | Exportations | Total         |
|-------|--------------|--------------|---------------|
| 1918  | 554.893.082  | 485.883.031  | 1.040.776.113 |
| 1919  | 646.997.681  | 830.809.411  | 1.277.807.092 |
| 1920  | 762.260.230  | 541.634.300  | 1.303.884.530 |

(1) Les chiffres du tableau ci-dessus ont été publiés par l'« Economiste Français », n° du 29 juin 1921.

Un examen du tableau ci-dessus montre en effet que les exportations chinoises diminuèrent notablement en 1920 mais que cette diminution fut largement compensée par une augmentation notable des importations (1).

Ainsi la Chine, qui jusqu'en 1919 avait vu le chiffre de ses exportations augmenter sans cesse et dont la balance commerciale ne se soldait que par un déficit de 16.000.000 de Taëls, vit en 1920 ce déficit s'accroître jusqu'à 220.000.000 de T. sans le volume global de ses transactions avec l'étranger s'en ressentit. L'anomalie de cette situation est encore plus frappante si l'on considère qu'en 1920 les conditions climatiques furent défavorables au pays et que la Chine fut en proie à une guerre civile qui était bien de nature à paralyser le commerce et l'industrie.

Ces désastres économiques de toutes sortes semblent avoir, comme par miracle, épargné le commerce extérieur de la Chine. C'est ainsi qu'en 1920, alors qu'une effroyable famine régnait dans quatre provinces chi-

---

(1) En 1920, les exportations de soie, grains, thés, cuirs diminuèrent tandis que les métaux, machines, huiles minérales, coton et tabac furent importés en plus grandes quantités.

noises couvrant à elles seules une superficie deux fois plus grande que celle de la France et peuplées de plus de 30 millions d'habitants, les exportations de blé et de farine vers l'étranger atteignirent un maximum. Le « Custom Report » de cette même année signale une grande activité commerciale dans le port le plus important d'une province dont les moissons avaient été détruites par une série de typhons d'une violence extrême. De même au cours de l'année 1921, les machines et les matières premières nécessaires aux besoins des industries naissantes de la Chine, furent importées en quantité de plus en plus grande malgré le brigandage organisé qui, dans le cours supérieur du Yang-Tsé-Kang par exemple, interrompit pendant plusieurs mois les transports sur les principales voies commerciales du pays (1).

Cette activité commerciale et industrielle de la Chine nécessita évidemment des disponibilités considérables. A ce moment d'ailleurs de grosses quantités de métal furent converties en dollars dans les ateliers de la Monnaie chinoise et cette opération, en immobilisant un stock d'argent important, rendit encore plus exigeante la demande de la population.

Si la demande de la Chine eut pour cause la prospérité commerciale du pays il ne faut pas non plus oublier que le chaos financier du gouvernement y contribua pour une aussi grande part. Le papier-monnaie se déprécia ; l'effondrement du rouble, qui avait si durement atteint la population chinoise, accentua encore la défaveur de la monnaie fiduciaire ; les demandes de remboursements de billets se firent plus nombreuses

---

(2) Cf. Circulaire annuelle Montagu 1921

et ce mouvement fut si prononcé que les grandes banques anglaises elles-mêmes durent protéger leur circulation de billets par d'importants achats de métal en Angleterre et en Amérique (1).

D'autre part, la suspension des paiements de la Banque Industrielle de Chine provoqua un besoin général de confiance qui se traduisit par une demande d'argent croissante. On sait que les effets de cette Banque furent escomptés à Pékin avec une moins-value de 30 0/0 ; les autres banques, craignant de voir leur papier se déprécier trop fortement, renforcèrent alors leurs réserves métalliques.

Enfin le déséquilibre économique mondial stimula la spéculation sur le change, non seulement de la part des spéculateurs indigènes, mais encore de celle des banques étrangères, et l'activité de ces opérations réagit sur les prix de l'argent.

En ce qui concerne les transactions des spéculateurs indigènes MM. Pixley et Abell's, dans leur circulaire annuelle de 1921, publient une lettre d'un de leurs clients de Shanghai dont le passage suivant mérite d'être citée : « L'autre raison locale de la vigueur du marché de l'argent est le nombre énorme des transactions qui se font quotidiennement dans les bourses locales. Il y a maintenant des bourses pour le coton, l'huile, les semences et toutes sortes de marchandises sur lesquelles joue plus que jamais la spéculation. Nous sommes informés que la plus grande partie de l'argent détenu par les Banques indigènes est pratiquement

---

(1) C'est au cours du 2e semestre de 1921 que le marché de Londres abondamment pourvu effectua pour le compte des « anglo-chinois Banks » des envois de métal considérables. Le plus gros chargement consigné en Chine le 4 novembre était évalué à 732.200 £ de lingots d'argent.

déposé à vue, et que ces stocks de métal doivent être constamment tenus prêts à servir à tout moment à l'ajustement des soldes de ces bourses. C'est pour cette raison qu'une grande partie de nos réserves métalliques est neutralisée au point de vue commercial et que le montant de nos stocks n'est pas réellement celui de l'approvisionnement total disponible.

Sous l'influence des divers facteurs que nous venons d'énumérer, un flot de métal se déversa des ports du littoral vers l'intérieur du pays, et les stocks de Shanghai, auxquels on fit ainsi de si larges emprunts, accusèrent au cours de l'année 1921 une diminution dont le tableau suivant indique l'importance.

|                                                                        | Sycée      | Dollars    | Bourses |
|------------------------------------------------------------------------|------------|------------|---------|
| Les stocks de Shanghai<br>étaient le 1 <sup>er</sup> Janvier 1921 de : | 34.600.000 | 29.000.000 | 360     |
| et le 31 Décembre 1921 de :                                            | 27.600.000 | 23.500.000 | 1.350   |

Ce fait est d'autant plus remarquable que pendant cette période la Chine reçut 38.000.000 onces de San-Francisco et 19.000.000 de Londres. Mais la demande était telle que ces achats ne furent que d'un faible secours en face des besoins considérables du pays.

Ce ne fut qu'à la fin de 1921, quand la faiblesse des marchés occidentaux contraignit la Chine à réduire ses exportations, que la demande de ce pays subit un fléchissement qui concorde avec une baisse légère de l'argent dès les premiers jours de novembre.

## § II. — LA DEMANDE DES BAZARS DE L'INDE

Par suite de la baisse de l'argent au cours des années 1920 et 1921, le Trésor Indien avait vu refluer vers ses caisses de grandes quantités de roupies.

L'encaisse métallique s'accrut et passa de 6.100 lacs de roupies le 31 décembre 1920 à 7.996 le 31 octobre 1921. Le gouvernement anglo-indien qui pendant la guerre avait effectué des frappes monétaires considérables, interrompit ces dernières, et ne fit aucun achat d'argent sur le marché. Il n'en fut pas de même des bazars de l'Inde dont la demande particulièrement vive se fit sentir dès le mois de mai 1921.

L'origine de cette demande peut être recherchée dans les ventes spéculatives d'or que firent à cette époque les opérateurs indigènes et certaines banques étrangères.

De tout temps, le peuple de l'Inde eut coutume d'établir entre les deux métaux précieux un rapport tout à fait indépendant de la fixation par le gouvernement du contenu en or ou en argent de la roupie. Grâce à une expérience séculaire, les hindous achètent de l'or et vendent de l'argent ou bien procèdent à l'opération inverse, avec un sens tel de l'opportunité qu'ils réalisent presque toujours de gros profits dans ces achats et dans ces ventes purement spéculatives. A ce sujet le rapport de valeur entre l'or et l'argent mérite de retenir notre attention. Pendant les 5 années qui précédèrent la guerre, le prix de l'argent semblait s'être stabilisé en période normale à un cours variant entre 25 et 26 pence ; quant au prix de l'or il restait fixé à 77 s. 10 1/2 d ; le rapport de valeur entre les deux métaux était donc d'environ 36,72 pour 1. En février 1920 au prix de 89 1/2 pour l'argent et de 123 shillings pour l'or, ce rapport était tombé à 15,25. Nous avons vu qu'à cette époque l'or était considéré par les peuples orientaux comme une marchandise bon marché qu'ils achetèrent en grande quantité.

Mais en mars 1921, quand l'argent cota 30 5/8 et l'or 105,3 shillings le rapport monta à 38,15.

Dès ce moment il devint avantageux pour les Bazzars de l'Inde de vendre de l'or, et en contre-partie d'acheter de l'argent. C'est ce qu'ils firent en mai et en juin. En septembre les achats de l'Inde furent stimulés d'autre part par une moisson favorable qui faisait espérer d'abondantes récoltes. La concurrence entre l'Inde et la Chine porta alors le prix de l'argent à 43 3/8 à la fin du mois. Il est vrai qu'à la fin de septembre cette hausse de l'argent à New-York provoqua une baisse du prix de l'or et, ce métal étant devenu plus avantageux à acheter que l'argent, les bazzars hindous se démunirent d'une partie de leur stock de métal blanc pour se procurer de l'or. Ces ventes de l'Inde coïncidant avec une activité moins grande de la demande chinoise le prix de l'argent tomba à 42 7/8 dans les premières semaines d'octobre et à 34 1/2 le 8 décembre. Mais dans les derniers jours de l'année les bazzars de l'Inde passèrent des ordres d'achat correspondant à de nouvelles ventes spéculatives d'or et l'on cota 36 7/8 à la clôture.

En résumé, la demande de l'Inde fut irrégulière au cours de l'année 1921 ; les achats succédèrent à peu de jours d'intervalle aux ventes de métal blanc et la fièvre de la spéculation donna à cette demande un caractère hésitant. Il ne faudrait pas en conclure cependant que les achats de l'Inde ne furent, sur ce marché impressionnable, qu'une cause de trouble et de désordre. En 1921, les bazzars hindous reçurent de Londres 37.719.900 onces représentant environ 6.200.000 £ ; quant aux envois de San-Francisco ils furent d'après les courtiers en métaux précieux, d'une importance au moins égale.

Dans ces conditions, il est permis de dire que la demande de l'Inde contribua à maintenir en 1921 les prix de l'argent à un niveau relativement stable, à un moment où l'existence de grosses disponibilités de métal sur les marchés occidentaux aurait pu aggraver la chute des cours qui s'était manifestée dès les premiers mois de 1920.

---

§ III: — L'ARTICLE II DU PITTMAN ACT. — LES

ACHATS DE LA MONNAIE AMÉRICAINE

Au cours de la discussion de la loi connue sous le nom de « Pittman Act » et qui devait autoriser la fonte et la vente sur le marché de 350.000.000 de dollars argent américains, les producteurs des Etats-Unis et leurs représentants au Parlement avaient fait entendre leurs revendications. On prévoyait dès cette époque, et avant même que l'institution d'un contrôle anglo-américain du marché ne fut décidée, que la fixation par le gouvernement d'un prix de vente minimum exercerait une grande influence sur les cours mondiaux du métal blanc. Aussi certains sénateurs des Etats Miniers n'avaient-ils pas hésité à réclamer pour ces ventes de dollars le rétablissement de l'ancienne valeur légale de l'argent qui était de 129 cents l'once. Ces prétentions étaient manifestement excessives attendu qu'à cette époque le métal cotait à peine 100 cents. La fixation d'un prix de vente aussi élevé avait donc été écartée. Les producteurs américains s'étaient résignés à accepter le minimum de 1 \$ mais ils avaient

obtenu en retour une très large compensation lors de la discussion de la Section II de l'Act (1).

Aux termes de cette Section II en effet, le gouvernement américain s'engageait à racheter aux producteurs américains au prix fixe de 1 \$ l'once, un poids de métal égal à autant de fois 371,25 grains de fin qu'il y aurait de dollars fondus et vendus sur le marché. Toutefois le gouvernement se réservait le droit au cas où dans l'avenir le cours du métal américain dépasserait 1 dollar, de revendre à ce même prix, et pour un des buts numérés dans une section III, les quantités d'argent qui auraient déjà fait l'objet d'un rachat.

Les dispositions de la Section II de l'Act assa-  
raient donc pour une assez longue période, aux pro-

---

(1) Pittman Act. Section II. — Que de temps en temps à l'occasion de ces ventes d'argent, le Secrétaire du Trésor donnera immédiatement des instructions au Directeur de la Monnaie en vue de l'achat à l'intérieur des Etats-Unis, du produit des mines situées dans les Etats-Unis ainsi que de celui des fonderies situées dans ce pays une quantité d'argent égale à 371,25 grains d'argent pour chaque dollar fondu ou concassé et vendu comme argent non monnayé. Ces achats seront effectués selon les règlements de la Monnaie, alors en vigueur, et au prix fixe de 1 dollar par once d'argent fin délivré à l'option du Directeur de la Monnaie à New-York, Philadelphie, Denver ou San-Francisco. L'argent ainsi acheté pourra être revendu pour l'une quelconque des fins spécifiées dans la section III de la présente loi, aux termes des décrets et règlements qui seront établis par le Secrétaire du Trésor, et toute quantité d'argent ainsi achetée excédant la quantité nécessaire aux fins déjà mentionnées sera transformée en dollars-argent ou conservée à cet effet, et des certificats d'argent seront émis pour une somme égale au montant de cette frappe.

Le montant net de ces achats d'argent, déduction faite de toutes les reventes, ne devra, à aucun moment, dépasser la quantité nécessaire à la frappe d'un nombre total de dollars égal au nombre de dollars auparavant fondus ou concassés et vendus comme argent non mon-

ducteurs des Etats-Unis, un prix de vente minimum qui semblait devoir être largement rémunérateur. C'était là un avantage considérable consenti à l'industrie argentifère américaine, à un moment où les brusques variations des cours et l'instabilité du marché ne permettaient d'envisager l'avenir qu'avec une grande circonspection.

Il convient de remarquer cependant, après un examen attentif des circonstances qui motivèrent le vote de Pittman Act, que le but poursuivi par le législateur dans ces Sections II et III fut moins de favoriser exclusivement une certaine classe de producteurs nationaux que de remédier dans l'avenir aux inconvénients qui résulteraient pour les Etats-Unis de l'instabilité des cours du métal blanc sur le marché mondial. En réalité, d'une part la clause de l'Act aux termes de laquelle le gouvernement américain s'engageait à racheter à un prix minimum de 1 \$ l'once les 350.000.000 de \$ fondues en 1918, était destinées à prévenir une chute

---

nayé, conformément aux dispositions de la présente loi. Mais ces achats d'argent continueront jusqu'à ce que la quantité nette d'argent ainsi acheté, déduction faite des reventes, soit suffisante pour permettre la frappe d'un nombre de dollars-argent égal au nombre total de dollars-argent concassés ou fondus comme métal non monnayé.

Section III. — Que des ventes d'argent non monnayé pourront être faites en vertu de cette loi dans le but de conserver les réserves d'or des Etats-Unis ; de faciliter le règlement en argent des balances commerciales défavorables aux Etats-Unis ; de fournir du métal pour la frappe des monnaies divisionnaires ainsi que pour les besoins commerciaux ; et d'apporter une aide aux gouvernements en guerre contre les ennemis des Etats-Unis.

L'attribution d'argent au Directeur de la Monnaie pour la frappe d'espèces divisionnaires aura, en ce qui concerne l'application de cette loi, le caractère d'une vente ou d'une revente.

trop rapide des prix du métal en immobilisant une grande partie de la production mondiale ; d'autre part, la clause autorisant le gouvernement à revendre sur le marché le métal acheté aux producteurs américains, était destinée à prévenir une hausse nouvelle de l'argent qui eut été fort préjudiciable au commerce extérieur du pays.

Nous avons vu que dès 1919, la hausse de l'argent s'était manifestée avec une telle rapidité que de bons esprits avaient persisté à la considérer comme éphémère. Cette croyance en une baisse éventuelle des cours amena l'opinion financière américaine à se préoccuper de bonne heure des modalités suivant lesquelles la Monnaie procéderait à des achats d'argent en vertu du Pittman Act si le prix du métal tombait un jour au-dessous de 100 cents.

L'Act qui lors de sa publication avait paru d'une grande clarté prêta cependant à d'ardentes controverses (1). On prétendit notamment que les Etats-Unis seraient tenus de racheter au prix fixé de 1 \$ le métal extrait des mines canadiennes ou mexicaines mais affiné sur le territoire des U. S. A. Cette interprétation était certainement contraire aux intentions du législateur ; elle rencontra cependant des défenseurs parmi des personnalités marquantes du monde financier américain. Nous ne citerons que l'opinion de Mr. Kent, directeur du Bureau des changes étrangers au « Federal Reserve Board » qui, dans son rapport présenté au « Committee of Indian Exchange and currency » en 1919, s'exprimait comme suit : « Si la question est

---

(1) « Effects of the war on gold and silver » p. 585 et suiv. Communication de Mr. Findlay Shirras à la « Royal Statistical Society » de Londres. Séance du 20 juin 1920.

posée lors de l'application de la loi il me semble tout à fait improbable que le Directeur de la Monnaie exige pour ses achats d'argent des certificats attestant la provenance américaine du métal ».

Cette question était d'autant plus importante que la plus grande partie de l'argent extrait des mines canadiennes et mexicaines est acheté par les opérateurs américains et affiné sur le territoire des U. S. A. Il devenait évident que si le gouvernement décidait d'appliquer dans l'avenir le prix fixe de 1 \$ l'once à la totalité du métal affiné aux États-Unis, l'influence de ces achats sur le niveau général des cours serait considérable et la portée du Pittman Act se trouverait ainsi singulièrement étendue.

En réalité l'opinion précitée de Mr. Kent s'appuyait bien plus sur des arguments d'ordre pratique que sur une interprétation rigoureuse du texte législatif.

L'application de la loi se révélait en effet comme particulièrement délicate. Comment, par exemple, distinguer le métal américain du métal étranger, sur quelles bases s'appuyer pour opérer une semblable discrimination ?

C'est en face de ces difficultés que se trouva placé le gouvernement américain quand, dans le courant du mois de mai 1920, le cours de l'argent tomba à New-York au-dessous du « Dollar Point ; ; dès cette époque le Secrétaire du Trésor donna, dit-on, des ordres au Directeur de la Monnaie pour que les achats d'argent soient strictement limités au métal dont l'origine américaine pourrait être certifiée. Mais ces achats ne furent pas effectués car on ne parvenait pas à trouver une formule d' « affidavit » satisfaisante. Ces hésitations de la Monnaie américaine accentuèrent alors

la baisse du métal, le 8 juin on cotait 48 3/8 à Londres.

Le 17 juin, un télégramme de New-York au *Times* annonçait que la Monnaie américaine avait décidé d'acheter sur le marché le « mixed silver » (c'est-à-dire l'argent étranger et l'argent américain) sous la seule justification que ce métal avait été affiné sur le territoire des Etats-Unis. Cette nouvelle était dénuée de fondement et fut démentie dès le lendemain. Enfin le 20 juin, le Directeur de la Monnaie fit savoir officiellement que les achats qui allaient être effectués en vertu du Pittman Act, ne s'appliqueraient qu'à l'argent effectivement extrait du territoire américain.

En juin et en juillet, les achats de la Monnaie se montèrent à quelques milliers d'onces. Au mois d'août, ils cessèrent par suite de la hausse de l'argent au-dessus du « Dollar Point », mais dès les premiers jours de septembre ils reprirent activement pour atteindre 30 millions d'onces le 1er janvier 1921 et 85.000.000 au 1er janvier 1922.

Depuis juin 1920, la situation est donc la suivante : A New-York il y a pour l'argent deux cours bien distincts. L'un d'eux appliqué au métal extrait et affiné sur le territoire des U. S. A. est fixé au taux invariable de 99 1/2 shillings, tant que le cours du marché libre n'excède pas le « dollar point. » ; l'autre, appliqué au métal extrait à l'étranger, reste entièrement soumis aux fluctuations résultant des variations de l'offre et de la demande sur le marché mondial.

Bien qu'il y ait deux cotes de l'argent à New-York, il serait cependant inexact de croire que le minimum américain laisse indifférent le prix de l'argent sur le marché libre : Les achats considérables effectués depuis 2 ans par la Monnaie américaine ont eu sur les

cours une influence stabilisatrice. Si le marché en 1921 n'enregistra que des écarts de prix relativement peu importants, c'est en grande partie à la mise en vigueur de la Section II du Pittman Act qu'il faut attribuer ce résultat heureux.

Remarquons que les achats de la Monnaie américaine ne s'élevant au 1<sup>er</sup> juin 1922 qu'à 85.000.000 onces de fin, le solde de 124.000.000 onces nécessaire pour que soit atteint le montant prévu par les dispositions de la loi, absorbera la production des mines américaines pendant une période de deux années.

D'ici là, il y a peu de raisons de croire que la législation américaine soit modifiée. De temps à autre cependant le bruit court que le Pittman Act sera abrogé. En réalité, dès 1919, certains partis politiques menèrent en Amérique une violente campagne contre cette loi. C'est ainsi qu'en janvier 1920 Mr. Mac Fadden, sénateur de Pensylvanie, déposa sur le bureau du Sénat un projet de loi portant abrogation de la Section II du Pittman Act (1), mais depuis cette date, le mouvement d'hostilité aux intérêts argentifères américains semble s'être quelque peu ralenti. A ce sujet l'extrait suivant d'une lettre adressée par Mr. le Sénateur Pittman à une revue américaine est d'ailleurs tout à fait rassurante : « Ni la loi, ni la clause de rachat ne seront abrogées d'abord parce que cette mesure serait une maladresse, ensuite parce que la grande majorité des sénateurs est décidée à s'opposer résolument à toute tentative de cet ordre ».

---

(1) Cf. Lettre mensuelle de la « National City Bank », janvier 1920.





## TROISIÈME PARTIE

---

### **Conséquences monétaires des fluctuations de l'Argent dans divers pays**



## CHAPITRE PREMIER

---

### *DANS L'INDE*

---

#### § I. — LE SYSTÈME MONÉTAIRE DE L'INDE AVANT 1893

---

Avant 1893, l'Inde, comme la Chine et l'Indo-Chine, avait un système monétaire basé sur le principe du monométallisme argent. L'unité de ce système était la roupie, pièce de métal blanc pesant 180 grains troy ou 11 gr. 66.

La circulation métallique du pays se composait presque exclusivement de cette monnaie. Les pièces d'or étaient, il est vrai, très recherchées aux Indes, mais la loi monétaire indienne du 6 septembre 1870 ne leur ayant pas donné cours légal, leur circulation était extrêmement réduite et leur valeur purement commerciale dépendait uniquement des cours du métal jaune sur le marché mondial et de l'intensité de la demande locale.

La frappe des roupies était libre. Les particuliers pouvaient, s'ils le jugeaient avantageux, acheter du métal blanc et en obtenir le monnayage, moyennant le paiement des frais afférents à l'affinage des lingots et à la frappe des espèces. La frappe des roupies étant libre, le change de l'Inde était étroitement commandé par le prix de l'argent sur le marché des métaux ; en

d'autres termes le change de la roupie dépendait de sa valeur métallique mesurée en or (1).

Ce système, qui pendant la première moitié du XIX<sup>e</sup> siècle avait pu fonctionner, grâce à la stabilité relative du rapport de valeur entre l'or et l'argent, apparut comme très insuffisant, quand à partir de 1873 les cours du métal blanc enregistrèrent un mouvement de baisse qui devait se précipiter et s'aggraver dans les années qui suivirent.

Cette dépréciation commerciale de l'argent se traduisit immédiatement par une baisse correspondante du change de l'Inde ; la roupie qui valait 2 shillings ou 24 pence sterling en 1873, ne s'échangeait plus en 1893 que contre 14 ou 14 1/2 pence.

La baisse continue du change de la roupie causa à l'Inde un grave préjudice. Elle fit tout d'abord courir de gros risques au commerce extérieur du pays. L'importateur hindou eut à payer un nombre croissant de roupies par livre sterling tandis que l'exportateur ne recevait qu'un nombre décroissant de shillings et de pence par roupie. D'autre part, le Trésor Indien dans ses règlements avec la Métropole subit de lourdes pertes et l'équilibre budgétaire de la Colonie en fut profondément affecté. Le gouvernement de l'Inde doit, en effet, chaque année payer à l'Angleterre des sommes importantes pour le service des intérêts et de l'amortissement de ses emprunts, pour les pensions des anciens fonctionnaires établis à l'étranger, etc... ; le montant de ces remises s'élevait à une vingtaine de millions sterling chaque année. En raison de la valeur

---

(1) Cf. Arnauné, La « Monnaie, le Crédit et le Change », 6e édition Tome II, 2e partie, Chapitre IV § 6.

décroissante de l'unité monétaire indienne, le poids des dettes de la Colonie vis-à-vis de la Métropole se trouva notablement augmenté. C'est ainsi que pour l'année financière 1894-95 la perte au change coûta au Trésor Indien plus de 150 millions de roupies.

Dès 1878, la baisse continue de l'argent soulevant des difficultés de plus en plus grandes dans les relations entre l'Inde et la Métropole, la réforme du système monétaire en vigueur fit l'objet de nombreuses propositions.

On se demanda alors s'il ne convenait pas d'introduire purement et simplement aux Indes le régime de l'étalon d'or. Mais l'accomplissement d'une telle réforme supposait évidemment la possibilité d'établir dans le pays une circulation d'or effective, ce qui dans l'état actuel des choses, paraissait difficile, la quantité de métal jaune susceptible d'être introduite aux Indes ne pouvant être que très faible. C'est pourquoi avant de songer à la création d'une circulation nouvelle, on étudia les moyens propres à stabiliser la circulation ancienne.

En 1892, Lord Lansdowe, alors vice-roi de l'Inde, formula des propositions de réforme qui furent sanctionnées peu après par une Commission royale, et dont les principes essentiels servirent de base à l'Act du 26 juin 1893.

---

## § II. — LA RÉFORME MONÉTAIRE DE 1893. — LE « GOLD EXCHANGE STANDART SYSTEM »

La réforme monétaire réalisée en 1893 a consisté tout d'abord à fermer les Hôtels des Monnaies et à prohiber la frappe libre de la roupie, jusqu'alors per-

mise, sous le régime du monométallisme argent. Cette suppression de la frappe libre, en enlevant aux débiteurs étrangers la possibilité de se libérer en lingots d'argent et par suite de faire baisser le change à la parité métallique, eut pour résultat de dissocier la valeur monétaire de la valeur métallique de la roupie. Dès l'application de la réforme on vit, en effet, le cours de la roupie se stabiliser à un taux indépendant de la valeur commerciale de l'once d'argent sur le marché des métaux. D'autre part, la frappe libre des mohurs d'or fut également interdite et cette monnaie fut remplacée par le souverain d'or britannique en 1899. Enfin on fixa un rapport légal d'échange entre l'or et l'argent sur la base de la moyenne des cours des deux métaux pendant une certaine période ; ce taux de change fut fixé à 1,4 shilling ou 16 pence par roupie, soit une livre sterling pour 15 roupies.

Le maintien de ce pair officiel entre les deux métaux ne pouvait évidemment se réaliser que si l'on accordait aux particuliers la faculté d'échanger à tout moment l'or contre des roupies ou des roupies contre de l'or, au taux de change officiel. C'est pourquoi le gouvernement anglais et le gouvernement indien s'engagèrent à fournir de l'or contre des roupies aux hindous qui avaient des paiements à faire à Londres et des roupies contre de l'or aux débiteurs étrangers qui avaient des remises à effectuer dans l'Inde. Le fonctionnement de ce système fut rendu possible grâce à la constitution d'une double réserve d'or et d'argent. Il fallait en effet que le gouvernement anglais organisât aux Indes une réserve d'argent telle, qu'en échange de l'or apporté il put toujours mettre en circulation une quantité suffisante de roupies. Mais il fallait aussi que le gouvernement eût à Londres ou à Bombay une ré-

serve d'or assez importante pour pouvoir délivrer à tout moment une quantité de métal jaune dont la valeur ne serait pas inférieure à celle des roupies, dont on lui demandait la conversion.

Ces deux réserves se constituèrent peu à peu de la façon suivante. Quand les importateurs étrangers, en contre-partie des marchandises reçues, remettaient de l'or au Trésor Indien, celui-ci en assurait la conversion en monnaie indienne, au taux officiel de la roupie pour 7.55344 grains d'or fin, correspondant à un change fixe de 1 roupie pour 16 pence. Mais la valeur commerciale de l'argent décroissant d'une façon continue au cours des années qui suivirent la réforme, le gouvernement, vendant l'argent plus cher qu'il ne l'achetait, réalisa sur la frappe des roupies des bénéfices importants. Ces bénéfices résultant de la différence entre le cours commercial de l'argent et le taux de change fixe de la roupie permirent d'une part, d'acheter de l'argent pour alimenter les réserves de roupies, d'autre part, d'acheter des livres sterlings pour alimenter la réserve d'or, ou « Gold Standart Reserve ».

Pour bien comprendre le fonctionnement de ce système, plusieurs remarques nous semblent nécessaires.

Tout d'abord il convient de faire observer que bien que la frappe ait été réservée au gouvernement, ce n'était pas ce dernier qui, par une volonté arbitraire, jugeait de la quantité de roupies nouvelles qui devait être mise en circulation.

La masse à frapper dépendait uniquement de la créance en or que l'Inde avait à un moment donné sur l'étranger et, à ce sujet, seule l'activité du commerce hindou pouvait déterminer la quantité plus ou

moins grande de métal jaune qui serait présentée au Trésor Indien, pour que ce dernier en effectuât la conversion en roupies. L'importance des frappes de roupies n'était donc étroitement commandée que par la position plus ou moins créditrice de la balance commerciale du pays dont le règlement se traduisait par une importation d'or et nécessitait la conversion de cet or en monnaies d'argent.

En second lieu, le fonctionnement de ce système supposait que l'Inde fut normalement créditrice des pays étrangers. Dans un tel système, en effet, il faut pour maintenir intactes les réserves d'or constituées, que le pays qui l'applique n'ait pas de tels achats à effectuer au dehors, qu'il soit obligé pour les solder d'épuiser ces réserves, ce qui suppose nécessairement que la balance commerciale soit favorable à ce pays. Si dans l'Inde la balance était devenue défavorable, la situation eut été la suivante : Les négociants hindous, pour s'acquitter de leurs dettes vis-à-vis de l'étranger eussent apporté au Trésor des quantités de roupies dont ils eussent demandé le remboursement en or au taux officiel de change. La situation se prolongeant, la réserve n'eut pas tardé à se tarir, et un moment fut venu où le maintien du taux de change artificiel entre les deux circulations serait devenu impossible.

C'était là une des imperfections de la réforme de 1893 qui fut mise en lumière lors de la crise de 1908. Au cours de cette année, l'Inde, dont les récoltes avaient été déficitaires, se vit dans la nécessité d'effectuer des achats considérables à l'étranger, sans pouvoir offrir de marchandises en échange ; la balance des comptes ayant été débitrice pendant 5 mois, il

fallut pour enrayer la baisse du change exporter de l'or et la « Gold Standart Reserve » tomba de 24 1/2 millions sterling à 9 millions 1/2.

Pour ne pas compliquer l'exposé de ce système monétaire, nous avons admis que d'une part les créanciers d'or recevaient directement cet or aux Indes et l'échangeaient alors contre des roupies d'argent, et que d'autre part les paiements que l'Inde avait à faire à l'étranger faisaient l'objet d'une exportation d'or. En réalité, on chercha à éviter ces expéditions directes de métal et l'on utilisa pour cela les lettres de change et les transferts télégraphiques.

Le mécanisme était le suivant : Le gouvernement anglo-hindou se rendait acquéreur de traites sur les Indes et vendait à Londres des lettres de change tirées sur la Trésorerie indienne qui les payait en roupies, mais dont le Secrétaire d'Etat pour l'Inde recevait le prix en or. En réalité, le métal ainsi versé dans les caisses du gouvernement servait à alimenter une réserve métallique appelée « Paper Currency Reserve » et gageant des émissions de billets que la Trésorerie Indienne utilisait ensuite pour acquitter les traites tirées sur elle. Ces traites étaient vendues aux négociants qui avaient des paiements à faire aux Indes et qui préféraient ce mode de règlement à une expédition coûteuse de numéraire.

Un marché fut donc constitué à Londres, où le gouvernement des Indes, principal vendeur, délivrait sur la Trésorerie indienne, des traites libellées en roupies, et dont il touchait le prix en or aux taux de change fixé. Ces traites, portant le nom de « Council Bills », étaient offertes aux enchères et le cours de la roupie se calculait d'après le prix auquel le gouvernement des Indes vendait à Londres ces « Council Bills ».

Le prix des traites sur l'Inde se maintint avec une constance remarquable à partir de 1898 et oscilla seulement entre les deux taux de 16 1/8 pence et 15 29/32 pence par roupie, correspondant respectivement au point de sortie et d'entrée de l'or.

Le mécanisme du système ne permettait d'ailleurs pas d'écarts de change plus considérables.

En effet, quand le change manifestait une tendance à s'élever au-dessus de 16 5/32 pence, par suite de l'intensité de la demande de traites sur l'Inde, les émissions de roupies ou de papier monnaie, que nécessitait le règlement de ces traites, créaient dans l'Inde une abondance monétaire qui, automatiquement, ramenait le change à un taux moins élevé.

Dans l'hypothèse inverse, quand le change avait une tendance à fléchir au-dessous de 15 23/32 pence, le gouvernement de l'Inde disposait de deux moyens pour prévenir ce mouvement. Le premier consistait à suspendre ou à restreindre la vente des traites sur l'Inde à Londres afin d'en élever le prix. Le second avait pour but d'enrayer la baisse en recourant à la vente dans l'Inde de traites sur Londres, au taux de 15 29/32. Ces traites inverses appelées « Reverse Councill Bills » étaient acquittées à Londres sur le « Gold Standart Reserve », réserve dite de l'étalon d'or et constituée par les bénéfices réalisés sur la frappe des roupies. L'émission des « Councill Bills » étant suspendue, les ventes de « Reverse Councill Bills » avaient pour résultat de provoquer le retrait de la circulation indienne d'un montant équivalent de billets ou de roupies argent, et cette contraction de la circulation en rétablissant l'équilibre monétaire permettait de ramener le change au taux officiel de 16 pence.

Ainsi le système imaginé en 1893 s'appuyait, comme le montre lumineusement Mr. Jules Decamps sur le principe suivant, à savoir que « si la monnaie possède une utilité intrinsèque, qui est le fondement de sa valeur sur le marché international, elle possède aussi une utilité locale qui découle de la fonction qu'elle remplit et qui lui vaut d'être l'objet d'une demande indépendante de son utilité intrinsèque (1).

En d'autres termes, sur le marché intérieur la valeur monétaire de l'instrument d'échange est distincte de sa valeur métallique. Sous un régime de frappe libre ces deux valeurs se confondent et le change les exprime, mais quand la liberté de la frappe n'existe pas, ces deux valeurs comme nous l'avons déjà vu, se trouvent dissociées et cette dissociation en ce qui concerne les monnaies d'argent présente un intérêt considérable car, en augmentant ou en diminuant la quantité de ces monnaies en circulation dans un pays, on peut constamment maintenir leur valeur locale dans un rapport fixe avec l'or.

Ce raisonnement ne se trouvait toutefois vérifié que si la monnaie d'argent ne franchissait pas les frontières du pays et si elle n'était pas appelée à se comparer avec l'or sur le marché international, auquel cas elle n'eut plus été qu'une simple marchandise estimée seulement pour sa valeur intrinsèque. Cette éventualité pouvait se présenter dans l'hypothèse où une balance des comptes défavorables eut nécessité une exportation d'espèces. C'est pourquoi, en 1893, on créa un « fonds d'échange », composé de métal jaune, et constituant un réservoir de secours destiné à permettre le

---

(1) Cf. J. Decamps « Les changes étrangers ». P. 154.

règlement en or du solde éventuellement débiteur de la balance des comptes.

Tel est, en résumé, le régime monétaire de l'Inde inauguré en 1893 et auquel les théoriciens donnèrent le nom de « Gold exchange standart system » ou système de l'étalon d'or de change. L'expérience indienne de stabilisation des changes-argent donna incontestablement de bons résultats. A partir de 1898, le change de la roupie fut stabilisé en fait à 16 pence, et le « Gold Exchange Standart System » fut dès lors considéré comme le remède universel aux fluctuations de valeur d'un instrument d'échange déprécié.

---

### § III. — LA HAUSSE DE L'ARGENT. — SES RÉPERCUSSIONS SUR LE SYSTÈME MONÉTAIRE DE L'ÉTALON DE CHANGE

De 1893 à 1916, le système de l'étalon d'or de change n'avait été menacé dans son fonctionnement que par la persistance de balances défavorables pouvant entraîner la baisse du change de la roupie et provoquer l'épuisement du fonds d'échange en or. A partir de 1916, au contraire, ce fut la hausse de l'argent au-dessus de la parité légale qui, en nécessitant une élévation parallèle du change de la roupie au-dessus du taux officiel fixé en 93, provoqua la désorganisation du système monétaire de l'Inde.

Le régime instauré en 93 avait été conçu de telle sorte qu'il put remédier à l'instabilité du change résultant de la dépréciation continue de l'argent, mais la

hausse de ce métal n'avait pas été prévue par le législateur et constituait dès lors un écueil redoutable au fonctionnement du système.

Supposons en effet que la hausse de l'argent par rapport à l'or surélève la valeur métallique de la roupie au-dessus du taux légal de conversion. Qu'advient-il dans ces conditions ? Les débiteurs hindous ayant des paiements à faire à l'étranger, au lieu de s'adresser au « fonds d'échange », auront intérêt à se libérer en exportant des espèces nationales qui, drainées de la circulation, pourront être vendues sur le marché à un prix proportionnel à la valeur commerciale du métal qui les compose. D'autre part, les exportateurs hindous ayant des créances sur l'étranger trouveront un avantage marqué à en demander la couverture en or et à s'adresser ensuite au fonds d'échange pour que ce dernier convertisse cet or en espèces nationales au taux de change légal. Dans l'hypothèse d'une balance créditrice le résultat de ce double mouvement d'exportation d'argent et d'importation d'or se traduira donc par des emprunts de plus en plus grands faits à la réserve d'argent du fonds d'échange, qui devra être alimentée par des achats de métal blanc considérables pour satisfaire aux demandes croissantes de conversion.

Telle est la situation de fait à laquelle le gouvernement anglo-indien dut remédier quand se manifesta la hausse du métal blanc à partir de 1916. Ce ne fut plus, comme en 1908, l'épuisement de la réserve-or du « fonds d'échange » qui fut à craindre, mais bien l'épuisement de la réserve argent. La hausse du métal, en favorisant son exportation clandestine, menaça de transformer la circulation de l'Inde en un véritable tonneau des Danaïdes.

La hausse de l'argent n'eut d'ailleurs pas pour seul résultat d'augmenter l'absorption indienne de roupies et de mettre ainsi en danger la circulation monétaire du pays. Elle eut aussi pour effet de mettre le gouvernement dans l'alternative suivante : consentir des sacrifices de plus en plus lourds pour acheter sur le marché les quantités de métal nécessaires aux frappes monétaires de l'Inde, ou renoncer au maintien du taux de change fixe de la pence pour 1 roupie.

En effet, à partir du moment où la hausse de l'argent éleva la valeur métallique de la roupie à un niveau supérieur à sa valeur nominale, en d'autres termes à partir du moment où le métal fut coté à un prix tel que les 165 grains d'argent fin contenus dans la roupie durent être payés plus de 16 pence sur le marché des métaux, le gouvernement anglo-hindou en continuant à vendre 16 pence les roupies qu'il frappait devait se résigner à subir une perte lourde sur ses frappes monétaires et à voir peu à peu s'épuiser sa réserve d'or accumulée à Londres.

En résumé, en présence de la hausse de l'argent le change de la roupie ne pouvait se maintenir au taux fixe d'avant-guerre parce que : 1° les espèces métalliques, en dépit de toutes les prohibitions auraient quitté le pays ; 2° le trésor aurait été forcé, pour les remplacer, d'acheter à perte des lingots aux prix très élevés du marché.

Ces problèmes monétaires ne manquèrent pas de s'imposer à l'esprit des financiers avertis de l'Empire britannique dès qu'en 1916 les cours de l'argent suivirent une marche ascendante, alors que concurremment le commerce d'exportation de l'Inde entraînait dans une phase nouvelle.

Le gouvernement tenta tout d'abord de restreindre dans la mesure du possible les demandes de roupies dans le but de ménager les encaisses métalliques du Trésor indien. En décembre 1916, il limita à 8 millions de roupies par semaine le montant des ventes hebdomadaires de Council Bills, c'est-à-dire de traites du Conseil mises à la disposition du commerce. Parallèlement, il demanda aux banques de change d'acheter des traites d'exportation pour des sommes supérieures à leurs achats dans la direction opposée, et à cet égard il prit l'engagement d'indemniser ces banques après la cessation des hostilités en leur revendant du change, au même prix et jusqu'à concurrence d'une quantité égale à celle qu'elles avaient acheté en excédent (1). Le gouvernement entraînait ainsi dans la voie du contrôle direct des exportations. Cette tendance se manifesta d'ailleurs plus nettement encore quand le 3 janvier 1917 les ventes de traites furent limitées aux principales banques de change et à certains gros acheteurs. Le même jour, le prix des transferts télégraphiques fut fixé à 16 1/4 pence. Mais toutes ces mesures, tendant à restreindre artificiellement les besoins monétaires de l'Inde, ne pouvaient être maintenues longtemps en présence de la demande d'argent croissante du pays. En 1917 et en 1918, l'Indian Council se vit dans la nécessité de procéder sur les marchés de Londres, San-Francisco et Shanghai à de gros achats de métal. Le prix de ce dernier ayant encore augmenté, le change dut être porté à 1,5 shilling le 28 août 1917 et à 1,6 shilling le 22 avril 1918.

---

(1) Cf Arnauné « La Monnaie, le Crédit et le Change », tome I, p. 228.

En vue de diminuer l'absorption des roupies, l'Indian Council interdit en juillet 1917 l'exportation de l'argent monnayé ou en lingots. Mais cette prohibition gouvernementale ne dut avoir que peu d'efficacité. En effet, le métal blanc dans les pays frontières du Nord de l'Inde bénéficia constamment d'une prime (1). C'est ainsi qu'en 1919 le prix du métal dans ces pays était de 116 roupies par 100 tolas ; or, 100 roupies contiennent 91,6 tolas d'argent fin, ce qui égale  $100 \frac{3}{16}$  R. pour 100 tolas. La prime à la vente pour l'exportation s'élevait donc à 6 0/0 et il est certain que l'attrait de ce bénéfice à réaliser ne laissa pas insensibles les populations hindoues, accoutumées déjà depuis longtemps aux spéculations sur les métaux précieux.

La tentative de rétablissement d'une circulation d'or effective n'eut pas plus de succès. Le gouvernement en 1917 mit en vente une partie du stock d'or détenu à Bombay par la Banque d'Angleterre. Mais le métal jaune, très recherché dans l'Inde pour la thésaurisation et la fabrication des bijoux, bénéficiait dans le pays d'une prime importante. Les ventes du gouvernement ne parvinrent pas à faire disparaître cette prime et l'or jeté dans la circulation n'y reparut plus.

Le gouvernement tenta enfin de créer dans l'Inde une plus grande abondance monétaire en augmentant la circulation fiduciaire du pays. Nous avons vu précédemment que les émissions de papier monnaie étaient gagées par l'encaisse métallique or de la « Paper Currency Reserve ». Avant la guerre, ces émissions étaient relativement peu considérables, mais à partir

---

(1) Cf. « Europe Nouvelle », 16 août 1919.

de 1916, le Secrétaire d'Etat pour l'Inde fut autorisé à remplacer, dans une certaine proportion, l'encaisse or par des bons du Trésor britannique et, dès ce moment, les billets furent émis en quantités de plus en plus grandes (1) Le montant du papier en circulation qui, en 1915, était de 6,239 lacs de roupies s'éleva

**AUGMENTATION DE LA CIRCULATION  
MONÉTAIRE DANS L'INDE (\*)**

|                                  | L'INDE |      |      | 100<br>MOYENNE<br>D'AVANT-GUERRE |      |      |
|----------------------------------|--------|------|------|----------------------------------|------|------|
|                                  | 1914   | 1915 | 1916 | 1917                             | 1918 | 1919 |
| Circulation effective de roupies | 101    | 110  | 114  | 122                              | 118  | 123  |
| « de billets                     | 113    | 100  | 120  | 152                              | 191  | 304  |
| Total : Roupies et Billets       | 103    | 108  | 115  | 128                              | 132  | 157  |
| Circulation de Chèques           | 92     | 96   | 138  | 154                              | 239  | ?    |
| Total                            | 92     | 100  | 132  | 147                              | 209  | ?    |
| Activité des transactions        | 113    | 112  | 117  | 124                              | 126  | 130  |

(\*) Ces chiffres ont été publiés dans l'ouvrage de M. Findlay Shirras : « Effets of the war on gold and silver ».

(1) De 1916 à 1920, le gouvernement modifia à 9 reprises différentes la limite légale de la portion du fonds de réserve qui pourrait être représenté par des titres.

**ACHATS D'ARGENT DU SECRÉTAIRE D'ÉTAT  
POUR L'INDE (\*)**

|                                                                       | Sur le marché | (En onces standart)<br>De la réserve de dollars<br>américains |
|-----------------------------------------------------------------------|---------------|---------------------------------------------------------------|
| 1915-16                                                               | 8.636.000     | »                                                             |
| 1916-17                                                               | 124.585.000   | »                                                             |
| 1917-18                                                               | 70.923.000    | »                                                             |
| 1918-19                                                               | 106.410.000   | 152.518 000                                                   |
| 1919-20                                                               | 14.408 000    | 60.875.000                                                    |
| Total : 324.612.000                                                   |               | 213.393 000                                                   |
| TOTAL général : 538.005.000 onces standart                            |               |                                                               |
| (*) Ces chiffres ont été publiés par M. Findlay Shirras<br>(op. cit.) |               |                                                               |

à 7.801 lacs en 1916, 11.152 lacs en 1917, 14.255 en 1918 et 17.874 en décembre 1919 (1).

En 1918, la situation s'aggrava singulièrement. La balance commerciale de l'Inde accusant un solde créditeur de plus en plus considérable, la demande de roupies ne cessait de s'accroître, et le gouvernement allait se voir dans l'impossibilité de se procurer suffisamment d'argent pour satisfaire aux exigences de la circulation, quand le Pittman Act fut voté le 23 avril par le Parlement américain. L'Inde put importer en 1918 une quantité de métal considérable provenant de la fonte des dollars-argent américains, et cet appoint, sans faire disparaître les causes profondes de la crise, en diminua cependant les effets. Comme le dit Mr. Shirras « les Etats-Unis descendirent sur l'Inde non pas en pluie d'or mais en pluie d'argent ».

(1) Chiffres extraits des « Indian Currency Returns ».

Malgré ces importations énormes de métal, la situation n'en demeurait pas moins critique. Le développement du commerce extérieur de l'Inde en 1919, à la suite de la libération des marchés mondiaux, rendit encore plus grande la faculté d'absorption du pays. La suppression des entraves mises jusqu'alors aux mouvements de l'or fut, il est vrai, d'un grand secours pour l'Inde qui importa de grosses quantités de ce métal au cours de l'année 1919. Mais l'augmentation des importations d'or ne put suppléer à la diminution des importations d'argent résultant de l'impossibilité de se procurer un métal dont l'offre mondiale était absorbée alors par la Chine.

Une seule voie semblait rester ouverte : la déclaration du cours forcé. Mais cette voie était redoutable et le gouvernement n'osa pas s'y aventurer. La suppression de la remboursabilité des billets aurait eu, en effet, à ce moment dans l'Inde des conséquences catastrophiques. C'eut été, en même temps que la ruine du crédit et la désorganisation du commerce extérieur et intérieur du pays, la porte ouverte au spectre de l'inflation. C'eut été aussi l'ébranlement de la confiance des indigènes dans le gouvernement anglo-hindou. Pour toutes ces raisons, la refonte du système monétaire de l'Inde s'imposait de plus en plus à l'esprit des dirigeants de la Colonie.

Pendant ce temps, la hausse de l'argent sur le marché des métaux et le nombre des demandes de remises sur l'Inde, ne cessaient de s'accroître.

Le système de Gold-Exchange Standart se trouva enfin complètement désorganisé, quand, à partir du mois de mars 1919, la livre sterling commença à se déprécier, par suite de la suppression du « chevillage » de son cours en dollars.

Dès cette époque, la hausse de la roupie ne fut plus seulement commandée par la hausse de l'argent par rapport à l'or, mais aussi par la hausse de l'or par rapport à la livre sterling dépréciée. En effet, avant la guerre, les « Council Bills » étaient payés au gouvernement en or ou, tout au moins, en chèques et billets de banque immédiatement transformables en or ; depuis la guerre, bien que l'Angleterre n'ait pas proclamé le cours forcé, l'or ne circulait plus et les billets, les chèques, les « Currency Notes » n'étaient plus convertibles en or à la Banque d'Etat. L'Angleterre était devenue un pays à circulation de papier. Dans ces conditions le gouvernement anglo-hindou, en vendant à Londres des traites sur les Indes, ne recevait en paiement de ces traites que du papier-monnaie inconvertible. C'était avec cette monnaie de papier et non avec de l'or que le Trésor était obligé d'acheter, à Londres ou sur le marché libre, l'argent nécessaire à la frappe des roupies. Tant que le cours de la livre sterling, par suite des accords internationaux et des ouvertures de crédit, s'était maintenu à une parité voisine de celle du dollar, le change de l'Inde ne s'était élevé que dans une proportion relativement faible. Mais dès que le marché des changes fut libéré, la dépréciation de la monnaie britannique, en élevant le coût en sterling de l'once d'argent, obligea le gouvernement à relever parallèlement le taux minimum des transferts télégraphiques. Ce taux fut porté successivement de 1,8 shilling le 13 mai 1919 à 1,10 shilling le 12 août, à 2 shillings le 15 septembre, à 2,2 shillings le 22 novembre et 2,4 shillings le 12 décembre de la même année (1).

---

(1) Cf The Economist. (Londres, 13 et 20 décembre 1919).

Ainsi le cours de la roupie s'était élevé spontanément vis-à-vis du papier monnaie anglais, l'unité de compte indienne avait retrouvé sa base métallique naturelle, et le système de l'étalon d'or de change avait perdu toute efficacité.

Le 30 mai 1919, une Commission monétaire fut réunie par le Secrétaire d'Etat pour l'Inde dans le but « de faire une enquête sur la circulation monétaire et le change de l'Inde » (1). Cette Commission poursuivit ses travaux sous la présidence de Mr. Barington-Smith.

La question qui fut tout d'abord débattue devant la Commission, fut celle de savoir si la hausse de la roupie devait être consacrée par une réforme monétaire, modifiant les conditions d'application du « Gold Exchange Standart System », ou si il n'était pas préférable d'attendre une baisse possible de l'argent pour revenir aux Indes, à l'étalon d'or. Il eut semblé que l'Angleterre, dont les achats de matières premières aux Indes étaient contrariés par la hausse du change de la roupie, eût tenté de faire adopter cette seconde solution. Cependant la Commission se montra favorable à une politique contraire et motiva son avis dans les termes univants :

« La stabilité du change est la condition essentielle au développement du commerce ainsi qu'à l'emploi des capitaux. Les grandes fluctuations des changes sont des maux qu'il faut conjurer au plus vite, mais quand elles se produisent il est préférable d'opérer immédiatement la stabilisation au niveau existant. Cette solu-

---

(1) « Committee appointed by the Secretary of State for India to inquire into Indian exchange and currency ». Cf. *The Economist*, Londres, 7 février 1920.

tion, en abrégant la période d'incertitude, évite le long et pénible processus d'ajustement au niveau ancien ».

Le principe d'une réforme immédiate étant adopté, la Commission se trouva en présence de nombreuses propositions dont la discussion fit l'objet de ses débats.

C'est ainsi que l'abaissement de la teneur en argent de la roupie fut envisagé par certains membres. On citait à l'appui de cette thèse l'exemple des nations occidentales dont beaucoup avaient procédé à l'abaissement du titre de leurs monnaies divisionnaires, et aussi l'exemple récent des « Straits Settlements ». Il y avait cependant de graves objections à l'application d'une telle mesure dans l'Inde. En effet, le peuple hindou ne considérant dans une pièce de monnaie que le poids du métal fin qu'elle contient, la diminution de la teneur en argent de la roupie eut provoqué, conformément à l'adage bien connu : « la mauvaise monnaie chasse la bonne », la disparition de la circulation des anciennes pièces d'argent, ce qui eut encore aggravé la crise monétaire à laquelle le gouvernement cherchait un remède.

On se demanda également si la nouvelle stabilisation de la roupie devait être opérée par rapport à la livre sterling ou par rapport à l'or. On fit valoir à ce sujet que, d'une part, la livre sterling n'était plus qu'une unité de compte fiduciaire, soumise par là même à des fluctuations incessantes, et incapable de servir de base fixe à la nouvelle monnaie indienne, que, d'autre part, la stabilisation de la roupie par rapport à cette monnaie de papier eut nécessité la fixation d'un taux de change très élevé qu'il aurait fallu modifier dans la suite, après retour de la livre sterling à sa parité métallique.

Dans ces conditions, la Commission émit l'avis de déterminer directement en or la valeur fixe que l'on se proposait d'assigner à la monnaie indienne. Cette valeur serait de 2 shillings d'or correspondant à un taux de change de 10 roupies pour 1 souverain, alors qu'antérieurement ce taux était de 15 roupies pour 1 souverain.

La fixation d'un taux aussi élevé n'était pas sans présenter quelques inconvénients, mais la Commission fit observer que l'Inde ne subirait aucun préjudice de la hausse du change et que son industrie et son commerce n'auraient pas à en souffrir : « Nous reconnaissons, dit-elle dans son rapport, que, pendant un certain temps, le change élevé encouragera les importations de l'Inde des pays dont le coût de la production est bas. Mais même pendant cette période, qui précédera l'ajustement des prix à la parité nouvelle, l'influence du change, en ce qui concerne les produits manufacturés d'Europe et d'Amérique, sera largement compensée par l'élévation continue du coût de production chez les nations exportatrices à l'heure actuelle. De plus un change élevé tendra à conserver à l'Inde les avantages d'un niveau assez bas pour ses salaires et ses matières premières. Quant aux industries naissantes qui ont besoin de compléter leur outillage et d'importer des machines, elles bénéficieront du bas prix en roupies auquel elles paieront ces marchandises. Nous croyons donc que le développement de l'industrie et du commerce de l'Inde ne sera pas entravé par l'élévation du change ».

Le choix du taux de stabilisation de 2 shillings-or avait d'ailleurs un autre avantage : celui d'assurer, dans l'avenir, la conservation de la circulation de roupies d'argent. A ce taux, en effet, la valeur en or de

l'unité monétaire indienne était telle, qu'il ne paraissait pas probable qu'une hausse assez forte des cours du métal blanc intervint, pour rendre profitable la fonte et l'exportation des pièces d'argent (1).

Enfin la réforme, en augmentant la valeur fiduciaire de la roupie, était de nature à faire réaliser au gouvernement des bénéfices de frappe importants qui permettraient de reconstituer la réserve métallique du Trésor.

La Commission, envisageant en outre les difficultés que l'on éprouvait à se procurer sur le marché les quantités de métal blanc nécessaires à la frappe des roupies, recommanda également un plus large emploi de l'or et la réouverture des ateliers monétaires de Bombay au libre monnayage des souverains. Elle préconisa enfin la fixation de l'encaisse métallique du Trésor à 40 0/0 de la valeur de la monnaie en circulation, et la suppression des prohibitions mises jusqu'alors aux importations d'argent pour compte privé.

La Commission Babington-Smith déposa son rapport le 22 décembre 1919.

Le Secrétaire d'Etat pour l'Inde adopta les conclusions générales de ce rapport et décida qu'à partir du 2 février 1920, les Hôtels des Monnaies recevraient l'or au prix de 1 roupie pour 11.30016 grains de fin, soit 10 roupies par souverain ou 2 shillings-or par roupie.

La réforme fut appliquée à la circulation intérieure par un Act du 8 septembre 1920 qui ramena à 10

---

(1) Au taux de change de 2 shillings-or le cours critique de la roupie était en effet de 141 cents de dollar-or par once troy d'argent fin. (Ce cours critique correspondait à un rapport de l'argent à l'or de 1/15).

roupies le pouvoir libératoire du souverain fixé jusqu'alors à 15 roupies par les lois de 1893 et 1899.

---

#### § IV. — LA BAISSÉ DE L'ARGENT. — L'ÉCHEC DE LA RÉFORME DE 1920

La baisse de l'argent à partir de 1920 eut les plus graves répercussions sur la situation économique et le système monétaire de l'Inde.

Nous avons vu que ce pays, à la faveur des événements de guerre, connut une ère de prospérité inouïe et que ses habitants, nouvellement enrichis mais peu familiarisés avec les pratiques bancaires modernes, placèrent la plus grande partie de leur épargne dans des stocks de monnaie d'argent qu'ils thésaurisèrent.

La baisse de l'argent survenant brusquement, qu'advint-il ? C'est que l'épargne hindoue subit une perte effroyable qui peut se mesurer par la diminution de la valeur commerciale du métal blanc.

Le pouvoir d'achat de l'Inde ne reposa plus dès lors sur l'enrichissement considérable du pays en métaux précieux, mais presque uniquement sur l'activité future de sa production et sur l'exploitation de ses ressources naturelles. Comme les nations européennes, l'Inde se vit dans la nécessité de vendre pour pouvoir acheter. Mais, à ce moment, les marchés occidentaux, regorgeant des stocks de matières premières accumulés pendant la guerre, ne pouvaient plus, comme par le passé, absorber les produits asiatiques, et l'Inde, pour équilibrer une balance commerciale déficitaire, dut réduire notablement le chiffre de ses importations de marchandises.

La situation apparut alors singulièrement grave pour l'Angleterre qui ne trouva plus dans sa colonie les fa-

cilités d'exportations qui lui étaient indispensables à un moment où une crise de chômage sans précédent sévissait chez elle. En ramenant les valeurs actuelles à celles d'avant-guerre, on peut en effet constater qu'en 1921 les exportations anglaises dans l'Inde furent de 50 0/0 inférieure à celles de 1913 (1). Il est d'ailleurs assez curieux de constater, à ce sujet, que l'Angleterre n'ait rien tenté pour enrayer la baisse de l'argent. A un moment où toutes les nations ayant des intérêts en Extrême-Orient se préoccupaient activement de la baisse des changes indiens et chinois, et faisaient tous leurs efforts pour y remédier, le gouvernement anglais contribua à laisser s'accumuler sur le marché de Londres un stock considérable d'argent qui pesa lourdement sur les cours de métal.

La situation déficitaire de l'Inde s'aggrava encore de l'échec complet subi par le système de stabilisation du change de la roupie inauguré en 1920.

Nous avons vu comment le gouvernement anglo-hindou, sur l'avis du « Committee of Indian exchange and Currency », crut pouvoir stabiliser le change au taux de 1 souverain pour 10 roupies. Malheureusement, dans les mois qui suivirent cette réforme, la situation commerciale du pays se transforma, la balance devint débitrice, et une grosse demande de souverains se produisit aux Indes.

Le gouvernement essaya alors de maintenir le change de la roupie au taux de 2 shilling-or en procédant à des ventes de traites spéciales tirées sur la métropole et connues sous le nom de « Reverse Councill Bills ». L'opération consistait pour le gouvernement à racheter

---

(1) Cf. « La France à Gênes », pages 34 et suiv. Collection « Les problèmes d'aujourd'hui » (Plon-Nourrit 1922).

des roupies contre de l'or au taux fixe de 10 roupies par souverain.

Chacun voulut alors profiter de l'intérêt élevé de ces traites sur l'Angleterre en échangeant des roupies contre des souverains au taux de change officiel. Les ventes de « Reverse Council Bills » eurent pour effet de favoriser un mouvement très actif d'exportations de capitaux de l'Inde vers l'étranger. La demande de souverains se multiplia et il fallut bientôt renoncer à soutenir une parité de change fictive, sous peine de voir s'épuiser rapidement les réserves d'or du Trésor.

En juin 1920, on se résigna à porter le taux de la roupie à 2 shillings-sterling ; enfin en septembre, le marché du change dut être abandonné à lui-même, et la roupie tomba de 2,101 1/4 shillings en février 1920 à 1,3 shilling en juin 1921. On était ainsi revenu au régime antérieur à 1893.

Pour que le système réussit, il eut fallu que le gouvernement possédât des quantités d'or illimitées et que le solde de la balance commerciale fut créditeur. Ces deux conditions n'étant pas réalisées, la réforme de 1920 n'aboutit qu'à un échec éclatant et l'Indian Council, en l'espace d'une année, vendit à perte pour plus de 50 millions de £ de traites sur l'Angleterre.

La réforme monétaire indienne de 1920 eut d'ailleurs, à un autre point de vue, des conséquences désastreuses sur l'activité du commerce d'exportation. La fixation du change de la roupie à 2 shillings-or contribua, en effet, à maintenir le coût de la production dans l'Inde à un niveau très élevé, qui rendit presque impossible toute exportation de marchandises. Si il est vrai, en théorie du moins, qu'un certain équilibre s'établisse spontanément entre le taux du change et les prix de revient, et qu'à une hausse du change corresponde

une baisse des prix intérieurs, en pratique tout le monde admet que ce résultat est difficilement atteint, par suite de l'impossibilité de réduire les salaires et de les ajuster à l'augmentation du pouvoir d'achat de la monnaie nationale.

Ce phénomène se produisit dans l'Inde en 1920. La « Bank of India », dans son rapport annuel, signale que les indigènes de l'Est africain refusèrent d'accepter comme salaire un nombre moindre de roupies, quand on leur fit savoir que le pouvoir d'achat de la roupie avait été fixé à 2 shillings au lieu de 1,4 shilling : « La colonie se trouva alors, dit ce rapport, dans une situation voisine de la banqueroute par suite de l'impossibilité de réduire les salaires ».

Le *Times* du 14 avril 1921 fait remarquer à ce sujet que les grèves des mineurs en Angleterre procèdent des mêmes causes, et conclut en ces termes : « A la vérité on doit choisir entre la politique des prix et des salaires relativement stables avec un change variable, et la politique d'un change stable avec des prix et des salaires variables ».

En résumé, la réforme monétaire indienne subit un échec complet. On fut obligé de laisser la valeur de la roupie chercher librement son niveau naturel et ce niveau fut nécessairement instable, puisqu'il resta basé sur le prix du métal-argent.

Mr. Robert Williansson dans le rapport qu'il présenta à l'Assemblée des actionnaires de la « National Bank of India » en avril 1921 déplore ces résultats et conclut en citant le passage suivant du *Times* qui nous semble parfaitement résumer les déductions à tirer de ce chapitre.

« Le gouvernement de l'Inde en est arrivé à la même conclusion que tous les gouvernements qui ont

essayé artificiellement de régulariser le change, à savoir que c'est impossible à moins d'énormes dépenses. Naturellement il eut été facile pour l'Inde de maintenir la roupie à 2 shillings-or si ce pays avait diminué sa circulation et avait eu assez d'or pour permettre la conversion illimitée de roupies en souverains. Mais l'Inde n'avait pas assez d'or (1), elle se trouvait en pleine inflation et dans des conditions commerciales anormales. Pour maintenir une stabilité de change basée sur l'or il est nécessaire d'avoir, non seulement un budget équilibré et une monnaie saine, mais encore une balance commerciale oscillant entre 2 points assez rapprochés. On n'a pas encore trouvé un système bancaire ou monétaire qui puisse maintenir la stabilité du change en présence d'une balance commerciale défavorable, à moins que le pays ne puisse emprunter assez d'argent pour couvrir ce déficit ».

---

(1) En réalité, il y avait dans l'Inde des stocks d'or considérables, mais la prime intérieure du métal jaune dépassant la prime au change cet or ne fut pas lancé dans la circulation.

## CHAPITRE II

---

### *DANS L'INDOCHINE*

---

L'Indochine n'a pas tenu sur le marché de l'argent la place prépondérante de l'Inde ou de la Chine, mais nous aurions considéré cette étude comme incomplète si nous avions négligé d'en consacrer un chapitre aux répercussions qu'ont eu, sur le système monétaire de notre grande colonie, les variations de la valeur commerciale du métal blanc.

Après un exposé rapide de l'historique du régime monétaire de l'Indochine, nous étudierons les modifications que dut subir ce régime pendant la guerre et au cours des années qui l'ont suivie.

---

#### § I. — SYSTÈME MONÉTAIRE DE L'INDOCHINE AVANT LA GUERRE

Depuis une époque antérieure à l'occupation française, l'Indochine possédait un système monétaire basé sur l'étalon d'argent.

En 1895 fut introduite dans le pays, à titre de monnaie légale, la piastre d'argent française dite « de commerce » du poids de 27 gr., dont 24 gr. 3 d'ar-

gent fin. Cette piastre coexistait dans la circulation avec la piastre mexicaine, du poids de 27 gr. 073, et dont la libre importation était admise ; la différence de valeur entre ces deux monnaies n'était pas assez grande pour mettre un obstacle à leur échange réciproque. Enfin, la banque de l'Indochine étant autorisée à émettre, jusqu'à concurrence d'une somme fixée avant la guerre au triple de son encaisse métallique, des billets jouissant du cours légal et du pouvoir libératoire illimité.

Le piastre de commerce ne pouvait être frappée que par le gouvernement ou avec son autorisation, mais la libre importation ou exportation des piastres mexicaines avait pour effet d'assimiler le système indo-chinois à celui de la Chine, par exemple, où la frappe du métal était libre. Cette question de la liberté de la frappe était particulièrement intéressante car elle était la condition essentielle, en temps normal, de l'ajustement de la balance des comptes du pays. L'Indo-Chine pouvait, en effet, solder l'excédent de sa balance par des envois de numéraire, et le change de la piastre était nécessairement maintenu dans la limite des « Silver points » d'entrée ou de sortie.

En 1903 et 1906, une Commission interministérielle fut chargée par le gouvernement d'étudier l'opportunité d'une réforme monétaire. Malgré l'exemple de l'Inde, du Siam, des Philippines, des Straits Settlements, cette Commission repoussa l'introduction en Indo-Chine, de l'étalon d'or ou d'un système de « Gold exchange standart ». Elle se borna à prescrire certaines mesures qui supprimaient, en fait, le système de l'étalon d'argent. C'est ainsi qu'un décret du 3 juin 1903 interdit l'importation en Indo-Chine des piastres mexicaines et supprima le droit de sortie ; un décret

de 1905 interdit pareillement l'exportation des piastres françaises et des lingots d'argent ; enfin, le 1<sup>er</sup> janvier 1906 le cours légal de la piastre mexicaine fut supprimé.

Ainsi, à partir de 1903, il n'existait plus de « Silver point » d'entrée, car, bien qu'il fut possible d'importer en Indo-Chine des piastres françaises, il ne faut pas oublier que ces piastres, frappées à la Monnaie de Paris, pouvaient être difficilement rassemblées en quantités suffisantes pour être utilisées dans les règlements internationaux.

D'autre part, depuis 1906, il n'existait de « Silver point » de sortie par suite de l'interdiction d'exportation des piastres mexicaines.

Sous un tel régime, le moyen de règlement par envoi de numéraire était pratiquement et légalement impossible, et le change de la piastre indo-chinoise restait soumis aux excédents en gain ou en perte de la balance des comptes.

C'était là renoncer aux avantages que procure le libre jeu du mécanisme des échanges internationaux ; le cours de la piastre était continuellement exposé à des fluctuations préjudiciables aux affaires, et dont l'amplitude était déterminée uniquement par les disponibilités des banques installées dans la colonie.

On en vient à se demander quelle eut été la situation, si l'Indo-Chine avait dû pendant un certain temps soutenir le poids d'une balance défavorable. Pareille éventualité ne s'est heureusement pas produite et le régime a pu subsister et parer à un avilissement du

change de la piastre, grâce à la position créditrice du pays au cours des années qui précédèrent la guerre. (1)

Les variations du cours de la piastre dues à la position créditrice ou débitrice de l'Indo-Chine ont donc toujours été assez faibles et d'influence très secondaire sur la situation économique du pays. Nous négligerons donc ces fluctuations dues à des causes locales, et nous considérerons que le cours de la piastre en francs, c'est-à-dire le prix auquel la Banque achetait la piastre, par la délivrance d'un chèque à vue sur Paris, était surtout influencé par le cours de l'argent sur le marché des métaux. En d'autres termes, la parité de la piastre par rapport à l'argent pouvait être définie par la coïncidence du cours de la piastre avec le prix d'achat, sur la place de Londres, de 24 gr. 3 d'argent fin au taux du change de la £, augmenté des frais

---

(1) Un essai de reconstitution de la balance des comptes de l'Indo-Chine pour les années 1909-10-11-12 et 13 fait ressortir un excédent global créditeur de 69.000.000 de francs, ainsi que le révèle le tableau suivant du solde créditeur annuel.

(EN MILLIONS DE FRANCS)

|                                                                                                                           | Crédit      | Débit       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|
| Excédent des exportations de marchandises                                                                                 | 30,3        |             |
| Excès des dépenses sur l'Etat Français en Indo-Chine sur les recettes et les contributions militaires de la Colonie ..... | 26,7        |             |
| Revenu du portefeuille indo-chinois .....                                                                                 | 1,0         |             |
| Prélèvement sur les fonds de l'emprunt ...                                                                                | 2,6         |             |
| Placements en France .....                                                                                                |             | 16,2        |
| Dépenses de l'Indo-Chine en France et à l'étranger .....                                                                  |             | 14,5        |
| Service et amortissements des emprunts ...                                                                                |             | 16,0        |
| <b>Totaux .....</b>                                                                                                       | <b>60,6</b> | <b>46,7</b> |
| <b>Solde créditeur : 60,6 — 46,7 = 13,9</b>                                                                               |             |             |

assez minimes (1) de fabrication et des frais d'envois de Londres à Paris et de Paris en Indo-Chine.

Par suite du régime spécial de l'Indo-Chine, la parité entre la piastre et l'argent, qui constituait en quelque sorte le cours théorique de la piastre, n'a pas toujours été maintenue. Il est arrivé que le cours réel de la piastre dépassât son cours théorique, en d'autres termes que la valeur d'échange de cette monnaie devint supérieure à sa valeur intrinsèque (2).

Ceci s'expliquait par l'impossibilité où se trouvaient les débiteurs de l'Indo-Chine de régler leurs dettes par des envois de numéraire : la piastre étant plus demandée qu'offerte sur le marché, le billet de la Banque d'Indo-Chine bénéficiait d'une prime sur la valeur intrinsèque de la piastre métallique.

Le phénomène inverse pouvait-il se produire ? Le cours réel de la piastre à Saïgon pouvait-il descendre au-dessous de la valeur en francs du lingot d'argent de 24 gr. 3 ? Théoriquement oui, car, en admettant que la balance des comptes soit devenue défavorable au pays, les débiteurs indochinois ne pouvant exporter de piastres métalliques, il n'y aurait plus eu de limite à la dépréciation du change. En pratique, cela se produisit très rarement, d'abord parce que la balance des comptes resta généralement favorable à l'Indochine, et ensuite parce que dans le cas contraire les débiteurs indo-chinois eurent recours à des exportations clandestines de numéraire en dépit de toutes les prohibitions gouvernementales. On conçoit dès lors que

---

(1) 3.6 centimes au tarif d'avant-guerre.

(2) A la fin de 1908, le cours de l'argent à Londres étant descendu à 22 d., le cours de la piastre à Saïgon se maintint à 2 Frs 28 alors que le pair n'était que de 1 Fr. 86.

les banques qui jouaient un rôle prépondérant dans la détermination du cours de la piastre eurent tout intérêt à rendre inutiles ces exportations invisibles de métal qui, en diminuant leur encaisse, limitaient par là même leur capacité d'émission.

Tel était le régime monétaire de l'Indo-Chine en 1914.

---

## § II. — LA HAUSSE DE L'ARGENT ET LE SYSTÈME MONÉTAIRE INDO-CHINOIS

Le déséquilibre mondial qui suivit la déclaration des hostilités devait causer des perturbations profondes dans le fonctionnement du système monétaire de l'Indo-Chine.

La période comprise entre les années 1916 et 1920 fut, en effet, caractérisée par une hausse étonnante du change de la piastre ; cette monnaie, qui était cotée à Paris 2 fr. 50 en 1914, vit son cours s'élever jusqu'à 16 fr. 50 en février 1920.

Les causes qui motivèrent cette hausse apparaîtront immédiatement, si l'on veut se rappeler que le cours de la piastre est déterminé par le prix d'achat, en francs, sur le marché de Londres, d'un lingot d'argent fin de 24 gr. 3. C'est donc à la hausse du métal blanc, ainsi qu'à la dépréciation du franc par rapport à la livre sterling, que doit être attribuée la hausse sans précédent du change indo-chinois. Il convient de tenir compte enfin de la position créditrice de la balance commerciale de l'Indo-Chine au cours de ces dernières années ; mais nous avons vu précédemment que ce facteur n'a pu avoir qu'une influence assez faible sur le marché des changes.

On peut dès lors mesurer avec une certaine précision l'influence respective de chacune de ces causes de la hausse de la piastre.

Prenons comme base de discrimination le change de 16 fr. 50, qui fut coté le 13 février 1920. A cette époque le cours de l'argent atteignit à New-York 137 cents, et cette hausse de 120 0/0 par rapport à l'or aurait porté la piastre à 5 fr. 50, si le franc était resté au pair de l'or. D'autre part, à cette même date, le dollar, c'est-à-dire l'or, faisait sur le franc une prime de 180 0/0 qui aurait porté la piastre à 7 fr. si le prix de l'argent était resté le même qu'en 1914. Enfin la balance créditrice de l'Indo-Chine, par suite de l'abondance des traites dont la négociation était demandée aux Banques, aurait porté la piastre à 2 Frs 70 si le franc était resté au pair de l'or et l'argent au cours de 1914.

En d'autres termes, la hausse de l'argent est intervenue dans la hausse de la piastre pour 120 0/0, la dépréciation du franc pour 180 0/0, la situation locale pour 8 0/0.

Ces trois facteurs ont agi avec plus ou moins d'intensité suivant les périodes considérées.

Jusqu'au printemps de 1919, le change du franc étant stabilisé par rapport à la £ et au \$, grâce à la solidarité financière qui unissait les Alliés, n'a presque pas influé sur le cours de la piastre. Le taux de 4 Fr. 50 atteint en mars 1919 a été provoqué uniquement par la hausse du métal argent qui était coté à cette date 101 cents à New-York et 50 pence à Londres.

Au contraire, à partir de mai 1919, date à laquelle le contrôle des changes fut supprimé, le cours du dollar s'éleva de 5 Frs 70 à 14 Frs 20 et cette dépréciation du franc par rapport à l'or amena nécessairement

une hausse correspondante de la piastre. Ajoutons enfin qu'en 1919 et 1920 la balance commerciale de l'Indo-Chine fit apparaître un solde créditeur important (313 millions de Frs en 1919).

Quelles furent les conséquences de cette hausse de la piastre sur la situation économique de l'Indo-Chine.

La crise des changes et le déséquilibre monétaire, dont les répercussions ont été si graves pour les nations occidentales, semblent avoir, comme par un heureux miracle, épargné l'Indo-Chine. Jamais son commerce ne fut si prospère que pendant et après la guerre, jamais le bien-être de ses habitants ne fut aussi grand, jamais ses finances publiques ne furent aussi saines. Un simple coup d'œil sur les statistiques douanières suivantes permet d'apprécier l'accroissement de richesses dont bénéficia la population indo-chinoise.

## EN MILLIONS DE FRANCS

| Années | Excédent des exportations<br>Métaux précieux<br>compris | Excédent des importations<br>de métaux<br>précieux | Excédent des exportations<br>métaux déduits | Importations nettes<br>des monnaies<br>et métaux<br>précieux |
|--------|---------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 1910   | 57.9                                                    | 6.7                                                | 64.6                                        | 12.2                                                         |
| 1911   | 12.0                                                    | 8.0                                                | 21.0                                        | 12.4                                                         |
| 1912   | - 1.7                                                   | 5.1                                                | 230.6<br>3.4                                | 26.3<br>1.3                                                  |
| 1913   | 49.0                                                    | 8.4                                                | 57.4                                        | 13.1                                                         |
| 1914   | 77.1                                                    | 7.1                                                | 84.2                                        | 14.7                                                         |
| 1915   | 124.2                                                   | 6.3                                                | 130.5                                       | 1.0                                                          |
| 1916   | 60.4                                                    | 7.6                                                | 68.0                                        | 9.7                                                          |
| 1917   | 72.2                                                    | 12.6                                               | 774.7<br>84.8                               | 98.4<br>13.0                                                 |
| 1918   | 108.1                                                   | 9.5                                                | 117.6                                       | 9.4                                                          |
| 1919   | 313.7                                                   | 60.1                                               | 373.8                                       | 65.3                                                         |

## 176 CONSÉQUENCES DES FLUCTUATIONS DE L'ARGENT

Quant aux recettes du budget général, provenant du produit des impôts indirects, elles passèrent de 37.000.000 de piastres en 1913 à 48 millions en 1918.

Enfin la circulation fiduciaire, qui était de 28 millions de piastres en 1914, s'éleva à 5/ millions au 31 décembre 1919 tandis que les encaisses métalliques du Trésor et des Banques, absorbées par la circulation, diminuèrent de 21 millions depuis le 31 décembre 1914.

Un fait remarquable et fort important fut la stabilité relative des prix en monnaie locale.. Alors que chez les pays éprouvés par la guerre les prix intérieurs étaient obligés de s'ajuster continuellement à la dépréciation plus ou moins grande et infiniment variable de la monnaie de ces pays sur le marché international, en Indo-Chine, au contraire, pareil fait ne se produisit pas.

La raison en est fort simple : « En effet, la valeur de la piastre, calculée par rapport à l'or, ayant monté de 1915 à 1920 suivant une progression parallèle à celle de l'argent métal, il s'est trouvé que ce renchérissement de la monnaie locale a été peu différent du renchérissement moyen par rapport à l'or des denrées, des matières premières et des produits fabriqués ». (1)

Dans ces conditions, le niveau des prix en Indo-Chine n'a subi que peu d'élévation et les salaires n'ont pas été sensiblement supérieurs à ceux d'avant-guerre. Le seul souvenir des troubles politiques et sociaux, des difficultés de toutes sortes qu'entraîna et entraîne encore chez nous l'instabilité des prix et le déséquilibre des salaires, suffit pour faire apprécier à sa juste va-

---

(1) Cf. Rapport de la Commission Monétaire Indo-Chinoise, page 29.

leur la situation particulièrement privilégiée dont bénéficia l'Indo-Chine au cours de ces dernières années.

Ainsi le système de l'étalon d'argent se révéla comme celui qui pouvait le mieux convenir au pays au cours de la période 1914-1919. Mais il ne faut voir là qu'un concours de circonstances heureuses, agissant dans un milieu économique soumis à des influences tout à fait exceptionnelles, plutôt qu'un argument de fait en faveur de l'étalon d'argent.

D'ailleurs, les avantages de la hausse de la piastre furent contre-balancés par des inconvénients isolés qui portèrent un grave préjudice à un certain nombre d'intérêts privés importants.

Tout d'abord les entreprises ayant passé avec l'Administration des contrats en francs furent particulièrement éprouvées. Ces contrats étaient très usités ; rien, en effet, ne pouvait en signaler le danger puisque, au cours des vingt années qui précédèrent la guerre, les variations de la piastre par rapport au franc avaient été de très faible amplitude. La hausse subite du change indo-chinois rompit l'équilibre des engagements réciproques ; les entrepreneurs payant le prix de leurs marchandises et de leur main-d'œuvre en piastres, dépensaient pour ces paiements une somme en francs très supérieure à celle qu'ils auraient dépensés en 1914, tandis qu'ils ne recevaient comme rémunération de leur travail qu'un même nombre de francs qu'avant la guerre.

D'autre part, les compagnies minières, les plantations de caoutchouc et d'une manière générale toutes les entreprises effectuant leurs achats de matières premières et de main d'œuvre en Indo-Chine et la vente de leurs produits en Europe ont cruellement souffert de la hausse de la piastre. Ces exploitations se trouvè-

rent concurrencées par certaines exploitations étrangères. Celles-ci, en effet, bénéficiaient de larges profits par suite de la hausse des prix et de l'élévation non parallèle des salaires, tandis qu'en Indochine, le prix de vente ayant peu varié, les salaires en absorbaient une part aussi grande qu'avant la guerre. Mais ces difficultés passagères, qui devaient nuire momentanément au commerce d'exportation, étaient vraiment bien peu de chose auprès des avantages considérables dont bénéficiait l'Indochine, grâce précisément à cette stabilité des prix intérieurs que certains intéressés dénonçaient cependant comme une entrave permanente à la prospérité du commerce.

Enfin, la hausse de la piastre fut la cause de pertes pour le budget général de l'Indo-Chine dans ses opérations de change. Ce résultat curieux est assez peu connu pour que nous nous permettions de l'exposer dans ses détails.

Le service du Trésor, qui est un service unique sous l'autorité du Ministre des Finances, effectue aux Colonies comme en France, toutes les opérations de recettes et de dépenses pour le compte de l'Etat. Or, au cours de la guerre, les dépenses excédèrent de beaucoup les recettes, et l'excédent fut puisé dans les caisses locales alimentées par les recettes des budgets indochinois : ces caisses locales versèrent ainsi en piastres des sommes que le Trésor Français décomptait en francs. Au moment où la piastre cotait 4 Frs, une dépense de 400 Frs était représentée par un versement de 100 piastres dans les caisses du Trésor. Il aurait donc suffi, les choses restant en l'état, que le Trésor Français remboursât par la suite une somme de 400 Frs aux caisses de l'Indo-Chine pour que l'opération se soldât sans aucune perte pour le prêteur et pour

l'emprunteur. Mais la hausse continue de la piastre changea les données du problème, tout du moins pour l'Indochine. En reprenant l'exemple précédent, il convient en effet de remarquer que les caisses locales restaient créditrices de 100 piastres et non de 400 Frs. Si en février 1920, au moment où la piastre était cotée 16 Frs 50, ces caisses avaient reçu 400 Frs en remboursement de leur avance de 100 piastres, elles auraient subi une perte égale à la dépréciation du franc vis-à-vis de la piastre, puisqu'à ce moment les 100 piastres ne représentaient plus 400 francs mais 1650 Frs.

Au cours de la guerre, les comptables locaux de l'Indochine avancèrent ainsi sur leurs caisses une somme de 30 millions de piastres représentant 120 millions de francs. Par suite de la hausse de la piastre et du mécanisme expliqué ci-dessus, le budget général de l'Indochine subit une perte qui, au 31 décembre 1919, pouvait être évaluée à 20.000.000 de piastres.

Dans un autre ordre d'idées, une des conséquences les plus importantes de la hausse du piastre, et qui rendit nécessaire une réforme monétaire, fut la diminution progressive et constante de l'encaisse métallique de la Banque de l'Indochine.

Cette diminution de l'encaisse métallique, à un moment où l'activité des transactions s'était notablement accrue, nécessita une augmentation considérable de la circulation fiduciaire ; la Banque de l'Indochine dut être autorisée à élever jusqu'à 12 fois le rapport entre sa circulation de billets et son encaisse. Cet épuisement des réserves métalliques d'un pays dont la monnaie n'était pas dépréciée paraîtrait anormale si on ne considérait le mécanisme assez particulier de l'épargne chez les peuples orientaux.

Une fraction des économies réalisées à la suite des gains inespérés de la période de guerre fut absorbée, il est vrai, par des placements faits à l'étranger, l'Indochine ayant largement souscrit aux divers emprunts contractés par la Métropole, mais la plus grande partie de ces économies fut thésaurisée par les indigènes sous forme d'espèces métalliques. Cette thésaurisation devint surtout importante en 1918 et 1919, et elle fut peut-être accélérée par les décisions de la Commission interministérielle réunie à Paris en 1919. Cette Commission préconisait, en Indochine, la frappe d'une monnaie divisionnaire à bas titre, et l'adoption éventuelle d'une piastre à teneur d'argent moins élevée que la piastre de commerce actuelle. Dès que cette nouvelle parvint à Saïgon, les demandes de remboursement des billets se firent de plus en plus pressantes et, le ravitaillement de la Colonie en piastres métalliques étant suspendu, la circulation fiduciaire ne cessa de s'accroître.

Rien n'empêchait il est vrai, le gouvernement français d'acheter de l'argent et de le faire monnayer, mais les cours élevés du métal, l'augmentation du prix du transport de France en Indochine, auraient rendu cette opération fort onéreuse, sinon dans le présent, du moins dans l'avenir en cas de fléchissement ultérieur et toujours possible du prix de l'argent.

Quoiqu'il en soit, l'inflation croissante conduisait l'Indochine vers le cours forcé. Pour éviter ou du moins retarder les rigueurs d'une telle mesure, le Gouverneur général intérimaire prit, le 17 décembre 1919, un arrêté aux termes duquel l'exportation des riz à l'étranger devait être payée aux exportateurs indigènes en métal, or ou argent, jusqu'à concurrence du 1/5 au moins de la valeur des quantités exportées. En

d'autres termes, chaque piastre à payer aux exportateurs sous cette forme devait l'être, soit au moyen de 24 gr. 3 d'argent fin monnayé ou non, soit au moyen de  $1/16$  de ce poids en or.

Le métal ainsi importé devait être versé dans les caisses de la Banque de l'Indo-Chine. Le rapport de  $1/16$  entre les deux métaux avait été choisi en vue d'attirer l'or en Indochine. Le paiement en or étant plus avantageux pour le débiteur, ce métal devait nécessairement affluer dans le pays. Cette mesure était en outre destinée à faciliter ultérieurement le passage à l'étalon d'or, grâce à la constitution préalable d'un stock important de métal jaune.

Les dispositions de l'arrêté du 17 décembre 1919 furent complétées par des accords avec la Banque de l'Indochine. Celle-ci s'engagea à remettre aux exportateurs en échange des métaux qu'ils lui apportaient, un nombre correspondant de billets, et à verser au gouvernement indochinois les espèces métalliques, dont ce dernier devenait ainsi propriétaire. Les sommes remises en billets par la Banque aux exportateurs étaient considérées comme avancées au gouvernement indochinois moyennant un très faible intérêt.

Cet arrêté du 17 décembre 1919, en améliorant la situation, ne pouvait, étant donné l'étroitesse de son champ d'action, (il ne s'appliquait qu'au  $1/5$  des exportations du riz) remédier au manque de monnaie métallique dont souffrait le pays. Il fut rapporté le 30 décembre par le nouveau gouverneur général.

Pendant ce temps la situation monétaire de l'Indochine ne laissait pas d'être critique. Pour une circulation fiduciaire de 69.500.000 de dollars l'encaisse métallique de la Banque était tombée à 5.600.000 de dollars, en raison de l'impossibilité dans laquelle s'é-

tait trouvé cet établissement de procéder à des frappes monétaires pendant les six années précédentes (1). La récolte de 1919-1920, étant données la hausse de l'argent, la dépréciation du franc, l'augmentation énorme des prix du riz, nécessitait des disponibilités considérables. Autant pour arriver à financer cette récolte que pour mettre fin à la hausse des cours de la piastre au-dessus de sa parité, du fait du déséquilibre des comptes en l'absence de contre-parties, une réforme, même transitoire, s'imposait.

On considéra dès alors que le remède à la crise devait être cherché dans l'établissement du cours forcé. Dans ces conditions un arrêté du 27 mars 1920 dispensa la Banque de l'obligation de rembourser ses billets en espèces, et confia au gouvernement le soin de fixer périodiquement le change officiel de la piastre (2).

Il faut voir dans cette politique dont M. Monguilot, Gouverneur Général par intérim, dénonçait déjà les dangers dans son discours d'ouverture de la session du Conseil de gouvernement en 1919, une conséquence plus ou moins directe de la campagne menée en France contre le « scandale de la piastre ». Cette campagne émanait des Etablissements ayant fondé des entreprises en Indochine, et ayant leur siège en France, ainsi que de certains hommes d'affaires, disposant de capitaux

---

(1) Cf. Rapport annuel du Conseil d'administration de la Banque d'Indo-Chine 1921, page 8.

(2) Une convention préalable avec la Banque, du 20 janvier 1920, avait affranchi celle-ci des risques de pertes que comportait pour elle le nouveau régime et la fixation par le gouvernement du cours de la piastre. La Banque aurait pu, en effet, subir de lourdes pertes par suite d'un défaut éventuel d'équilibre entre ses ventes et ses achats de traites.

en francs mais débiteurs de sommes en piastres, et dont l'intérêt était évidemment de voir diminuer le rapport de valeur entre les deux monnaies.

Les divers groupements intéressés dénoncèrent alors comme préjudiciable à l'intérêt général de la colonie, la prime de la piastre sur le franc. « Le Comité du Commerce et de l'Industrie » de l'Indo-Chine prit la tête de ce mouvement et soumit aux pouvoirs publics un plan de réformes qui peut se résumer comme il suit :

1° Remplacement de la piastre métallique par une piastre représentant un nombre déterminé de francs-papier. C'est-à-dire remplacement de la piastre métallique par une monnaie de papier inconvertible sous la forme du billet de la Banque de l'Indochine.

2° Fixation de la valeur de cette piastre en francs papier à un chiffre de 4 unités qu'on se proposait d'atteindre dans un délai de cinq ans par abaissements successifs, prononcés par décisions gouvernementales.

Ces propositions furent formulées par M. Homberg, Président de la Commission des Changes, à la séance du 4 mars 1920 du « Comité du Commerce et de l'Industrie » de l'Indochine.

Les arguments présentés furent les suivants (1). Tout d'abord, disait-on « Le pays doit être pourvu d'une monnaie véritable ; il serait, en effet, des plus dangereux de laisser en Indochine le rôle de monnaie à un simple lingot d'argent dont la valeur change tous les jours et qui, par sa nature, se prête à de fortes manœuvres de spéculation ». Cette monnaie véritable, eût été d'après la suite de l'exposé le franc-papier.

---

(1) C. F. Rapport de la Commission Monétaire Indochinoise, page 58.

Quelle que soit la tolérance dont il convienne de faire preuve à l'égard des théories les plus diverses, on ne peut cependant manquer de s'étonner de ce que M. Homberg ait cru pouvoir appeler « monnaie véritable », une monnaie de papier, par opposition à une pièce métallique dont le poids et le titre ont été légalement définis par l'autorité compétente.

De plus, certaines raisons d'ordre local s'opposaient à l'adoption des propositions du Comité, et en particulier à l'introduction du franc-papier en Indochine.

Ces raisons sont celles que nous avons déjà exposées et qui sont particulières à tous les peuples orientaux, à savoir l'attachement de ces peuples à la monnaie métallique et le discrédit dans lequel ils tiennent toute monnaie fiduciaire (1). C'était là certainement un obstacle insurmontable au succès d'une telle réforme. Les décisions de l'autorité souveraine ne sont pas toujours efficaces, surtout en matière économique, et, dans le cas présent, il est infiniment probable que les indigènes, privés de ce qu'ils considèrent comme le signe certain de la richesse, n'auraient pas tardé à refuser la monnaie de papier, et à utiliser pour faciliter leurs échanges le lingot de métal dont une expérience séculaire a pour eux consacré l'usage.

Les membres du Comité firent valoir aussi l'avantage qui résulterait pour la Métropole de l'adoption du franc en Indochine. Ce pays, disaient-ils, ayant une balance créditrice et cette balance étant désormais réglée en francs, les pays étrangers devront acheter de la devise française pour acquitter leurs dettes. Le cours

---

(1) A l'intérieur du pays la monnaie de papier perd de 3 à 15 0/0 sur la monnaie métallique dans les transactions locales.

du franc subira les effets bienfaisants de cette demande nouvelle, et la prospérité de la colonie contribuera ainsi au relèvement économique de la Métropole, si durement éprouvées par cinq années d'activité improductive.

Cet argument résiste difficilement à la critique dès que l'on veut évaluer, en chiffres, l'appui que serait susceptible de donner au change français la situation créditrice de l'Indochine. En 1919, en effet, date à laquelle furent énoncées les propositions du Comité, les balances de l'Indochine et de la France s'établissaient comme suit :

|                          |            | Exportat. | Importat | Exc. des<br>Import | Exc. des<br>Export |
|--------------------------|------------|-----------|----------|--------------------|--------------------|
| En millions<br>de francs | Indo-Chine | 693       | 441      | 252                |                    |
|                          | France     | 8713      | 29778    |                    | 21.065             |

On voit, d'après ce tableau, de quel faible secours eut été pour notre change l'excédent d'exportation indochinois, en présence d'une balance débitrice de plus de 20 milliards. Ajoutons d'autre part que si le franc avait été la monnaie légale de l'Indochine, nous n'aurions pu bénéficier des exportations considérables de capitaux indochinois vers la France, qui se traduisent en somme par un achat de francs susceptible d'améliorer notre change.

Telles étaient en résumé les propositions de réforme faites par certains groupements commerciaux et industriels, et telles étaient les critiques que ces propositions ne manquèrent pas de susciter.

Le cours forcé ayant été établi le 27 mars par suite des nécessités urgentes de l'heure, et cette situation étant considérée par tout le monde comme transitoire, le gouverneur général, par arrêté du 5 juin 1920, nomma une Commission monétaire chargée de formuler des conclusions relatives à « l'opportunité d'une réforme monétaire, à la nature de cette réforme, à ses points essentiels et aux mesures propres à en assurer l'exécution ».

Cette commission fit paraître le 31 juillet un rapport très documenté qui est presque entièrement l'œuvre de son président, M. l'Inspecteur Général Berrué.

La commission, dans son rapport, estima à l'unanimité que le premier but à poursuivre était la suppression du cours forcé et le rétablissement d'une circulation métallique normale.

En répondant aux suggestions émises précédemment par le Comité du Commerce et de l'Industrie, elle formula ainsi ses raisons : « Le maintien d'une monnaie de papier inconvertible aurait pour conséquences inévitables des pertes sensibles imposées sans nécessité réelle à une population qui n'a ni mérité ce traitement ni pendant ni après la guerre, une dépréciation rapide du billet de banque, l'exode des capitaux liquides, le ralentissement des affaires et le mécontentement général. L'Indochine ne doit pas rester privée plus longtemps, par la seule force de l'intervention gouvernementale, d'un système monétaire métallique que ses ressources et sa situation économique lui permettent de posséder, alors que les traditions, les besoins naturels et l'état social de sa population interdisent de tenter de lui donner un autre ». (1)

---

(1) CF. Rapport de la Commission, page 80.

Après cette déclaration de principe la Commission en vint à examiner la question du choix du métal-étalon susceptible de convenir le mieux aux intérêts du pays.

Sans doute, au cours de la guerre, l'Indochine n'avait eu qu'à se louer de posséder un système monétaire basé sur l'étalon d'argent, mais il ne fallait voir là qu'un concours de circonstances heureuses. Quelles surprises ne réserveraient pas dans l'avenir les fluctuations d'un métal, apprécié en temps normal par une minorité de nations, et susceptible de connaître à nouveau sinon l'avilissement du moins la déchéance comme instrument monétaire. Le poids de ces considérations amena la Commission à proposer l'adoption de l'étalon d'or.

Cet avis de la Commission paraissait largement justifié. La condition essentielle, en effet, pour baser un système monétaire sur l'étalon d'or, est la certitude, une fois le système établi, que l'or restera dans la circulation, qu'il ne franchira pas les frontières du pays, qu'il ne sera pas drainé au dehors pour assurer le paiement de créances exceptionnelles. Dès lors, l'Indochine, qui tirait de son activité et de ses richesses naturelles une quantité de produits plus que suffisante à la satisfaction de ses besoins, dont la balance commerciale en un mot était largement créditrice, apparaissait comme un terrain particulièrement bien préparé à la réalisation d'une semblable réforme.

Mais le point délicat, sur lequel le rapport de la Commission s'étendit longuement, était le choix des modalités suivant lesquelles s'effectuerait le passage de l'étalon d'argent à l'étalon d'or.

On estima alors que la condition fondamentale du succès de la réforme était de ne pas modifier la valeur d'échange de la piastre lors du changement de régime

monétaire. D'une part, en effet, le choix d'un taux de stabilisation trop élevé eut risqué de provoquer une hausse du change indochinois telle, qu'elle eut nécessité une baisse du niveau général des prix en piastres et un ajustement pénible des salaires à ce niveau. D'autre part, le choix d'un taux de stabilisation trop bas n'eut pas manqué en dépréciant la valeur d'échange de la piastre, de fruster la population d'une partie importante de la richesse qu'elle possédait. Il fallait donc qu'au moment de la mise en application de la réforme, on put échanger le poids d'or contenu dans la nouvelle piastre contre 24 gr. 3 d'argent fin. En d'autres termes, il était nécessaire que le taux de stabilisation en or de la piastre fut étroitement commandé par le cours moyen de l'argent à l'époque du passage.

En conséquence, la Commission proposait un taux de 3 F. 50 à 4 Fr or.

Quant aux anciennes piastres, appelées peu à peu à disparaître, on estima qu'elles pourraient servir à la frappe d'une monnaie divisionnaire, de titre réduit, afin d'en éviter la fonte et la fuite à l'étranger en cas de nouvelle hausse de l'argent. On espérait que cette piastre d'une valeur intrinsèque moindre mais ayant pouvoir libératoire et pouvant être échangée contre de l'or aux guichets de la Banque serait favorablement accueillie par la population.

La Commission préconisait enfin certaines mesures destinées à faciliter la mise en application de la réforme, et entre autres la constitution d'une réserve d'or dans la colonie ; l'Indochine devait, en effet, posséder un stock de métal jaune suffisant pour mettre en circulation une monnaie d'or qui matérialisât le sens de la réforme aux yeux de la population.

Ainsi les propositions de la Commission, imprégnées des plus sages principes de la science monétaire, semblaient devoir répondre le mieux du monde aux intérêts de la population indochinoise et à la prospérité de la colonie.

Le gouvernement de l'Indochine s'inspira de ces conclusions si lumineuses. Depuis septembre 1920, il prit d'accord avec la Banque de l'Indochine les mesures destinées à préparer l'abolition du cours forcé.

La baisse de l'argent en 1920 et en 1921 vint retarder l'application définitive de la réforme. Dès les premiers mois de 1921, sur le vœu émis par la Commission monétaire elle-même, le Gouverneur Général renonça à procéder sur-le-champ au passage à l'étalon d'or, par la fixation prématurée d'un cours de stabilisation, auquel ne se prêtaient plus les circonstances. Mais il se préoccupa, dès cette date, de préparer l'abrogation du cours forcé du billet en se portant acheteur d'argent sur les marchés de New-York, Londres et Shanghai.

Le Gouvernement Général s'est ainsi procuré, par un débours d'environ 200 millions de francs, les 24 millions et demi d'onces standard d'argent fin qui lui étaient nécessaires. La majeure partie de cette énorme quantité de métal précieux fut employée à des frappes monétaires qui atteignaient au 1er janvier 1922 la somme respectable de 29 millions de piastres.

Grâce à ces mesures énergiques il fut possible au Gouverneur Général de la Colonie de prendre, en date du 1er janvier 1921, un arrêté abrogeant celui du 17 mars 1920 qui avait dispensé la Banque de l'obligation de rembourser en espèces métalliques les billets émis par ses succursales.

L'abolition du cours forcé semble d'ailleurs avoir été couronné de succès. Dans son dernier rapport an-

nuel à l'Assemblée des actionnaires, le Conseil d'Administration de la Banque de l'Indochine s'exprime à ce sujet dans les termes suivants : « Le Gouvernement Général a liquidé avec bonheur les risques de change qu'il avait assumés et rétabli la convertibilité des billets dans la Colonie. Jusqu'ici, même à l'occasion des fêtes du nouvel an chinois, aucun retrait important de métal ne nous a été signalé en Indochine ; *toute crise monétaire a disparu*. Ainsi a été réalisé, pour le bien de la colonie, le programme financier heureusement et habilement conçu par le Gouverneur Général ». (1).

Il ne reste plus maintenant qu'à parfaire la réforme en introduisant en Indochine le système de l'étalon d'or. Il est permis de regretter que le gouvernement indochinois diffère l'application de cette mesure et risque, par des frappes nouvelles de piastres de consolider dans le pays le système de l'étalon d'argent (2). Mais il faut espérer que l'amélioration de la situation mondiale permettra, dans un avenir rapproché, la réalisation complète de la réforme préconisée par la Commission monétaire de 1920..

Certains ne manqueront pas de s'étonner, que le billet de la Banque d'Indochine soit un jour convertible en or alors que celui de la Banque de France continuera à avoir cours forcé, que la Colonie ait une monnaie saine alors que la Métropole supportera avec peine les conséquences fâcheuses d'une monnaie dépréciée. La différence de situation entre les deux pays provo-

---

(1) C. F. Rapport annuel de la Banque de l'Indochine. Année 1921, page II.

(2) V. un article de M. Nogaro sur « Le problème monétaire dans l'Indochine ». Revue économique internationale. Avril 1922.

quera peut-être, comme en 1919, certaine surprise ou même certaine envie.

De tels sentiments, s'ils venaient à se manifester, ne procéderaient que d'une ignorance profonde des grandes questions économiques et monétaires. Réjouissons-nous plutôt de la prospérité croissante que ne manquera pas de déterminer dans notre grande Colonie l'autonomie monétaire, et que ce soit pour nous un réconfort de penser « qu'il existe au delà des mers des morceaux de la France qui sont à l'abri des inquiétudes au milieu desquelles nous nous débattons en Europe ».

Nous voici bien loin, semble-t-il, du marché de l'argent ? Il était cependant nécessaire de montrer l'influence de la hausse du métal blanc sur le système monétaire indochinois. C'est cette hausse qui nous aide à comprendre la physionomie étonnante du change de la piastre qui s'éleva par rapport au franc de 560 0/0 en février 1920, alors qu'en novembre de la même année, au moment où le dollar atteignit son cours le plus élevé, la prime qu'il faisait sur le franc ne dépassait pas 340 0/0.

C'est elle également, ainsi que nous venons de le dire, qui amena les pouvoirs publics à concevoir pour l'Indochine le régime financier nouveau dont les bienfaits apparaissent dès maintenant comme incalculables.

---

## CHAPITRE III

---

### *AU MAROC*

---

Quand en octobre 1919, on apprit en France qu'une crise monétaire des plus sérieuses venait d'éclater au Maroc, l'étonnement fut général. Beaucoup de gens ignoraient que notre protectorat eut un régime monétaire particulier, celui du « hassani », basé sur l'éta-lon d'argent. Le Maroc venait d'être touché lui aussi par la hausse du métal blanc comme l'avaient été l'Inde, la Chine et l'Indochine.

La circulation marocaine était autrefois presque exclusivement composée de monnaies espagnoles. La proximité de l'Espagne et les transactions nombreuses entre les deux pays avaient facilité cette pénétration de la monnaie étrangère.

Les piastres espagnoles furent remplacées, sous le règne de Mouley Hassan, par des pièces d'argent frappées par la Monnaie de Paris au titre de 900/1000. Cette monnaie a été appelée hassani. Elle comprenait le douro qui pesait 25 gr. et valait 5 piastres hassani et les pièces de 2, 1, 0,50 pesetas qui pesaient respectivement 10 gr., 5 gr. et 2 gr. 1/2.

Les piastres hassani servaient aux transactions entre indigènes, et la population manifestait pour elles un

attachement tel, que les billets de banque ou les monnaies métropolitaines ne pouvaient être que difficilement mis en circulation.

Cependant, à mesure que le commerce français s'implantait dans le pays, l'usage de la monnaie française s'y développait. La conquête militaire accentua d'ailleurs ce mouvement car le paiement de la solde des troupes et des réquisitions de l'Intendance nécessitait un plus grand nombre de signes monétaires. Enfin, à la veille de la guerre, le billet de la Banque d'Algérie et celui de la Banque de France, qu'autrefois les indigènes n'acceptaient pas, s'étaient infiltrés peu à peu dans tout le Maroc. C'est ainsi qu'en juillet 1914, il y avait dans les caisses publiques et dans les banques :

|     |            |     |                                    |
|-----|------------|-----|------------------------------------|
| (1) | 18.462.000 | fr. | en billets de la banque d' ALGERIE |
|     | 8.066.000  | »   | » de FRANCE                        |
|     | 1.287.500  | »   | » du MAROC                         |

Quoiqu'il en soit, la monnaie hassani, seule appréciée des indigènes, formait le fonds de la circulation marocaine. Sa valeur internationale oscillait nécessairement avec les variations du cours de l'argent. C'est ainsi qu'en 1907, alors que l'argent était coté 22 d à Londres, le cours moyen du hassani tomba à 160 piastres pour 100 Frs (2).

Cependant les cours du hassani s'éloignaient souvent de la parité métallique de cette monnaie par suite

---

(1) Ces chiffres ont été publiés dans la « Revue d'Economie politique » Mars-Avril 1920.

(2) En 1908, la dépréciation du hassani fut encore plus grande à la suite de frappes importantes à très bas titre ordonnées par le sultan Ahd-el-Aziz.

du jeu de la spéculation. Au Maroc, en effet, le caractère de l'indigène le pousse irrésistiblement à tenter la réalisation de profits hasardeux mais faciles, et les ventes ou achats de métaux précieux donnèrent toujours lieu à des transactions nombreuses sur tout le littoral (1).

L'action de la spéculation s'ajoutait donc aux fluctuations du marché de l'argent pour rendre plus incertaines et plus nombreuses les variations du cours de la piastre hassani.

A partir de 1912, notre protectorat s'affirmant au Maroc, le développement commercial et industriel causa une grosse demande de numéraire et la piastre monta à 135 en avril 1913.

La guerre survint. Elle fut pour le pays une période de grande prospérité. La préoccupation du gouvernement français, dès le début des hostilités, fut d'augmenter encore notre influence au Maroc ; au milieu du bouleversement mondial et des difficultés inhérentes à l'état de guerre, aucun effort ne fut en effet ménagé par la Métropole pour mener à bien l'œuvre de civilisation et de développement économique entreprise. De plus le Maroc, concourant au ravitaillement de la Métropole, réalisa de ce fait d'importants bénéfices et vit sa production s'accroître.

La balance commerciale du pays étant, pour toutes ces raisons, largement créditrice, la Banque d'Etat se vit en 1915 dans la nécessité de stabiliser les cours de la piastre à 125.

---

(1) Cf. Revue d'Economie politique « la crise du hassani », Mars-avril 1920.

A partir de ce moment, par suite de la hausse continue du métal-argent, la piastre remonta peu à peu à la parité du franc. En septembre 1917, cette parité était presque atteinte ; l'argent était coté 55 d. à Londres et le douro valait 4 F. 85. Dans ces conditions, il n'était plus possible de maintenir le cours du hassani à 125. Le 19 septembre, la Banque d'Etat reçut l'ordre de pratiquer le cours de 110 et enfin le 8 octobre un « dahir » édicta la mise au pair du franc et du hassani. Dès lors, la monnaie marocaine ne fut plus qu'une simple « représentation métallique du franc ».

Cette parité franc-hassani, qui facilitait grandement toutes les transactions entre la Métropole et sa Colonie, ne devait malheureusement pas durer. En effet, à partir d'octobre 1919, le cours de l'argent et celui de la £ ne cessèrent de s'élever. La valeur métallique du douro augmenta ainsi que le montre le tableau ci-dessous :

| DATES       | Cours de l'argent<br>à LONDRES<br>en pence | Change<br>de la livre<br>à PARIS<br>en francs | Valeur intrinsèque<br>de l'argent contenu<br>dans un hassani<br>en francs |
|-------------|--------------------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 3 Octobre   | 64                                         | 36                                            | 7.62                                                                      |
| 4 Novembre  | 66                                         | 37.76                                         | 8.00                                                                      |
| 19 »        | 70 1/2                                     | 39.25                                         | 9.02                                                                      |
| 15 Décembre | 78 7/8                                     | 40.92                                         | 10.52                                                                     |
| 12 Février  | 89 1/2                                     | 48.49                                         | 14.03                                                                     |

Le 15 octobre 1919, le gouvernement fut obligé d'abroger le « dahir » du 8 octobre 1919 et de rompre ainsi la parité du franc et de l'hassani. Cette me-

sure intervint pour les raisons et dans les circonstances suivantes :

Au cours de la guerre, les billets de la banque d'Algérie et ceux de la Banque de France avaient été introduits au Maroc en quantités toujours croissantes (1). L'indigène acceptait ces billets mais s'empressait d'aller les échanger à la Banque d'Etat contre des douros d'argent. On se trouvait donc dans une situation paradoxale. En effet, la Banque d'Etat était obligée de se dessaisir de son encaisse métallique hassani pour satisfaire aux demandes des indigènes ; mais ceux-ci, en échange, ne lui remettaient que des billets émis par des Banques (Banque d'Algérie, Banque de France) n'ayant pas d'encaisse métallique sur place et dont le billet avait cours forcé aussi bien au Maroc qu'en France et en Algérie.

En vérité, la Banque du Maroc aurait pu refuser d'échanger des billets ayant cours forcé contre des espèces métalliques. Elle ne le fit pas car ce refus aurait entraîné les plus graves conséquences en jetant un trouble considérable dans l'esprit des indigènes. D'autre part, la Banque du Maroc qui, par suite de son rôle d'encaisseur général des impôts et des droits de douane, voit affluer dans ses caisses de grandes quantités de monnaie hassani, considéra toujours qu'il était de son devoir de satisfaire dans la mesure du possible aux demandes du public.

La Banque du Maroc, qui avait assumé ce rôle délicat pendant toute la guerre, ne put faire face à la situation nouvelle que créa en 1919 la hausse inattendue de l'argent coïncidant avec l'effondrement du change de Paris.

---

(1) Les sommes payées par l'Intendance pour ses achats de céréales l'ont été en billets algériens.

La valeur en francs du douro ayant doublé, puis triplé, l'occasion était belle pour les spéculateurs de Tanger qui s'empressèrent de retirer des douros au pair à la Banque d'Etat contre des billets algériens et français.

La Banque de Tanger fut littéralement assaillie de demandes de douros. Elle pria qu'on lui envoya pour 1.000.000 de pesetas hassani de Casablanca, mais, la spéculation s'étant étendue à tout le pays, cet envoi ne put être fait. A partir de ce moment les événements se précipitèrent et la banque était sur le point de fermer ses portes, quand le 15 octobre 1919 la parité du hassani avec le franc fut rompu.

Ce fut alors dans le pays un désarroi général. En effet, la suppression si brusque de la parité « franc-hassani » bouleversait l'état de choses existant et notamment rompait les bases des contrats passés en francs aussi bien par l'Administration que par les particuliers.

A la suite de la liberté ainsi rendue au marché de la monnaie marocaine, l'agitation fut générale et des émeutes durent même être réprimées.

Ajoutons que cette nouvelle situation ne laissait pas d'être défavorable au gouvernement français comme au Protectorat. On estimait qu'elle était de nature à ralentir l'afflux des capitaux nécessaires au développement économique du Maroc.

Sur les entrefaites un « Comité de Défense du Franc » fut constitué. Il demanda avec insistance le retour à la parité. C'était là une chose évidemment impossible tant que subsisteraient la prime de l'argent et aussi la dépréciation du franc.

Une commission d'enquête fut alors nommée, ayant à sa tête M. Péronne, Inspecteur Général des Finan-

ces, et M. Moreau, Gouverneur de la Banque d'Algérie. Cette Commission conclut dans son rapport à la démonétisation, au rachat du hassani et à son remplacement pur et simple par le franc. Une commission monétaire siégea par la suite et adopta les propositions de M. Piétri, Directeur Général des Finances du Protectorat, qui confirmaient elles-mêmes celles de la commission d'enquête.

La démonétisation du hassani, par voie de rachat gouvernement, fut réalisée par le dahir du 19 mars 1920. Cette opération réussit pleinement et fut terminée en l'espace de quelques mois à peine.

La Commission Monétaire ayant, d'autre part, préconisé la création d'un « franc chérifien », émis par la Banque du Maroc, et circulant au pair du franc français, un dahir du 21 juin 1920 donna cours légal à ce franc de l'Empire Chérifien et accorda le droit de circulation au seul billet de la Banque d'Etat, avec cours forcé jusqu'au jour où la situation financière mondiale permettrait la frappe d'une monnaie métallique.

Aux termes d'une convention signée le 28 décembre 1921 avec le Gouvernement Chérifien, la Banque du Maroc s'engagea à opérer le rachat d'une somme de 40 millions de piastres hassani, équivalente à 40 millions de francs, et destinée à constituer le noyau de la future circulation marocaine. D'autre part, un accord fut conclu à la même date, entre le Trésor Français et la Banque du Maroc dans le but de maintenir par des ouvertures de crédit, la parité du change entre la Métropole et le Protectorat.

Enfin, à la date du 1er juillet 1922, en exécution d'un dahir du 4 mars de la même année, le billet « franc » de la Banque d'Etat du Maroc a été dé-

claré la seule monnaie ayant cours légal dans le Protectorat (1).

Grâce aux accords intervenus l'uniformité monétaire entre la France et ses possessions Nord Africaines est dès maintenant réalisée. Ce fut ainsi la hausse de l'argent qui, en contribuant largement à la désorganisation du système monétaire marocain en 1919 et 1920, précipita la réalisation d'une réforme qui semble devoir concilier les intérêts de la Métropole et ceux du Protectorat.

---

(1) Cf. Supplément du « Temps ». Septembre 1922.

## CHAPITRE IV

---

### *DANS LES PAYS DE L'UNION LATINE*

---

Les variations du cours de l'argent, les modifications successives de la valeur commerciale du métal, ne laissèrent pas de causer de graves perturbations dans le fonctionnement de l'Union Latine, perturbations dans lesquelles l'effondrement des changes européens paraît avoir joué en outre un rôle de premier plan.

L'Union latine date du traité du 23 décembre 1865 entre la Belgique, l'Italie, la France, la Suisse, nations auxquelles se joignit la Grèce en 1874. Cette entente avait pour but de réaliser une communauté monétaire entre les pays bimétallistes européens.

Les signataires de l'Union Latine jouissaient déjà auparavant de l'uniformité monétaire ayant comme base le franc d'argent de 5 gr. au titre de 900/1000 et la monnaie d'or au même titre ayant, à poids égal, une valeur 15 fois  $1/2$  supérieure à celle de l'argent. Mais la découverte à cette époque des mines d'or de Californie et d'Australie, l'offre considérable de métal jaune qui pesa alors sur le marché altéra profondément le rapport de valeur entre les deux métaux. Il devint dès lors avantageux de fondre et de vendre à l'étranger

les pièces d'argent. Pour empêcher celles-ci de disparaître de la circulation, la Suisse en 1860 et l'Italie en 1862 réduisirent le titre de leurs monnaies d'appoint à 800 et 835/1000. A partir de ce moment l'uniformité était rompue et ce fut l'origine des difficultés auxquelles allait se heurter l'intercirculation du franc entre pays voisins.

La convention de 1865 remédia à cette situation. Les puissances contractantes s'engagèrent à maintenir entre elles l'uniformité du titre, du poids et du cours de leurs espèces monnayées d'or et d'argent. Elles s'engagèrent d'autre part à recevoir dans leurs caisses publiques les pièces d'or et les pièces d'argent de 5 frs, émises par l'une d'elles, et dont la frappe pouvait être effectuée pour un montant illimité.

Le traité de 1865 consacrait donc le principe du bimétallisme pour les Etats de l'Union puisque les écus de 5 frs avaient pouvoir libératoire au même titre que les monnaies d'or.

La dépréciation de l'argent à partir de 1873 renversa la situation. Dès ce moment, le métal de valeur inférieure, chassa peu à peu l'or de la circulation. L'échange des écus contre des monnaies d'or étant avantageux, les demandes de frappe d'écus se multiplièrent sans cesse. Dans les conférences successives on tenta de se mettre d'accord pour limiter le contingent annuel de la frappe d'écus, mais comme ces mesures ne pouvaient être qu'insuffisantes, la France, en 1876, supprima pour la pièce de 5 frs le privilège de la frappe libre, et les autres Etats suivirent cet exemple en 1878.

En 1885, les conventions monétaires antérieures, qui se prorogeaient par tacite reconduction, furent dénoncées par la Suisse. Une conférence se réunit et une

nouvelle convention fut signée le 6 novembre 1885. Cette convention se caractérise par l'introduction dans son article 14 d'une clause de liquidation concernant les écus. Cette clause est importante à connaître, car c'est son application qui fit la matière des discussions de la conférence monétaire de 1921.

Le principe général de liquidation, aux termes de l'article 14, était le suivant : « En cas de dénonciation de la présente convention chacun des Etats contractants sera tenu de reprendre les pièces de 5 frs en argent qu'il aurait émises et qui se trouveraient dans la circulation ou dans les caisses publiques des autres Etats, à charge de payer à ces Etats une somme égale à la valeur nominale des espèces reprises ». Le solde dû par l'Etat émetteur devait être remboursé en 5 années au maximum, et le remboursement devait être effectué en or, en écus à l'effigie de l'Etat créancier, ou en traites.

Telles étaient les conditions générales de la clause de liquidation, mais, en ce qui concerne la France, une dérogation à ce principe était prévue. En effet, en cas de dénonciation de la convention, la France devait rembourser à vue les livraisons d'écus faites par la Suisse, et cela en écus suisses ou en pièce d'or de 10 frs et au-dessus, à l'exclusion de traites. Toutefois les remboursements en or ne pourraient excéder 60 millions. Remarquons que cette clause de liquidation contribua à conserver aux pièces de 5 fr. leur valeur intégrale comme moyen d'échange. Par suite de l'effondrement des cours de l'argent-métal à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, les écus, ayant perdu la moitié de leur valeur intrinsèque, seraient devenus de simples jetons ne possédant plus qu'une valeur fiduciaire, si leur remboursement n'avait fait l'objet de cette clause de liquidation.

L'application de la convention de 1885 ne donna pas lieu à des difficultés jusqu'à la grande guerre. Elle fut seulement modifiée, en ce qui concerne l'Italie et la Grèce, dont les monnaies divisionnaires furent successivement nationalisées en 1894 et en 1907-8. Ces deux pays, en effet, ayant proclamé le cours forcé, avaient vu fuir leurs monnaies divisionnaires par suite du jeu inéluctable de la loi de Gresham.

Ainsi, depuis 1885 jusqu'à 1914, l'Union latine, malgré les critiques qu'on ne manqua pas de lui adresser, avait fait œuvre utile, en établissant entre les pays se servant du franc une intercirculation qui facilita grandement les relations commerciales et les échanges.

La guerre changea complètement les conditions normales de circulation de la monnaie. Tout d'abord les Etats belligérants prohibèrent l'exportation des monnaies d'or et d'argent de leur territoire. Cela eut pour résultat d'annihiler l'intercirculation des monnaies entre les Etats de l'Union et d'opérer une véritable nationalisation des espèces métalliques.

D'autre part, les pays belligérants dont la balance commerciale devenait de plus en plus déficitaire virent leurs changes s'effondrer ; en conséquence, la monnaie blanche de ces pays immigra vers la Suisse où les écus de l'Union latine continuaient à jouir de leur pouvoir libérateur. La fin de la guerre ne changea rien à la situation, les changes papier subissant à partir de ce moment une regression continue.

En résumé, ce qui avait provoqué jusqu'alors la fuite des monnaies d'argent vers la Suisse, c'était la dépréciation du papier monnaie inconvertible vis-à-vis de l'or. Cette dépréciation représentait exactement le

bénéfice que l'on pouvait réaliser en échangeant des écus d'argent français par exemple contre de la monnaie suisse, cotée au pair de l'or sur le marché international. L'opération revenait donc à échanger de l'argent contre de l'or.

Le problème étant ainsi posé, on voit immédiatement l'influence qu'eut en cette matière l'élévation du prix du métal blanc. En vertu même des clauses de l'Union latine, il existe, en effet, pour l'argent un cours critique au-dessus duquel on ne l'échange contre de l'or qu'à perte.

C'est pourquoi en 1919, à partir du moment où l'argent fut coté à Londres 79 pence l'once troy, prix qui correspond au rapport légal de 15 1/2 entre ce métal et l'or, l'importation de monnaies blanches en Suisse cessa presque complètement. Ce fut là une des conséquences curieuses de la hausse du métal blanc.

A partir de mars 1920, quand se produisirent simultanément la baisse énorme du prix de l'argent et la régression continue des changes des anciens belligérants, le flot des monnaies blanches vers la Suisse devint de plus en plus abondant.

En vérité, depuis 1916, l'Italie, la Grèce et la France avaient prohibé l'exportation des espèces métalliques et le contrôle aux frontières était particulièrement sévère, mais le bénéfice à réaliser était trop important pour ne pas inciter les fraudeurs à déjouer toutes les précautions prises. C'est ainsi qu'en tenant compte du change, un écu importé en Suisse par un français, un belge ou un Italien rapportait en monnaie de ces trois pays la contre-valeur suivante :

## CONTREVALEUR D'UN ECU (\*)

|           | FRANCE   |       |       | BELGIQUE |       |       | ITALIE    |       |       |
|-----------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|           | 1919     | 1920  | 1921  | 1919     | 1920  | 1921  | 1919      | 1920  | 1921  |
| En francs | français |       |       | belges   |       |       | En livres |       |       |
| Minimum   | 5.54     | 9.60  | 10.31 | 5.75     | 9.55  | 10.33 | 6.51      | 11.88 | 16.01 |
| Maximum   | 12.01    | 15.78 | 13.80 | 11.17    | 14.62 | 14.60 | 13.56     | 23.81 | 24.53 |
| Moyenne   | 6.66     | 12.05 | 11.68 | 6.87     | 11.86 | 11.86 | 8.10      | 17.28 | 20.33 |

(\*) Tableau extrait du Message du Conseil Fédéral du 13 janvier 1922.

## 206 CONSÉQUENCES DES FLUCTUATIONS DE L'ARGENT

La Suisse qui, de son côté, n'avait pris aucune mesure pour s'opposer à l'importation sur son territoire des monnaies d'argent, vit les écus affluer toujours plus abondamment à la Banque Nationale. La circulation blanche du pays fut bientôt sursaturée. Cette situation devenait d'autant plus gênante que les écus par leur poids et leur volume étaient d'un maniement difficile, et que leur nombre considérable entravait la commodité des paiements. Alors qu'en temps normal la circulation d'écus de la Suisse ne dépassait pas 80.000.000 de francs, elle atteignit en 1921 le chiffre de 231.985.000 se répartissant comme suit :

|                                |             |
|--------------------------------|-------------|
| Ecus français                  | 130.255.000 |
| italiens                       | 65.405.000  |
| belges                         | 28.915.000  |
| grecs                          | 915.000     |
| Monnaies divisionnaires belges | 6.495.000   |
| <hr/>                          |             |
| Total                          | 231.985.000 |

Dans ces conditions, un arrêté du Conseil Fédéral du 4 octobre 1920 prohiba l'importation des écus des alliés monétaires, et le 2 novembre suivant cette interdiction fut étendue aux monnaies divisionnaires. Pour les raisons énoncées ci-dessus ces prescriptions gouvernementales furent d'une efficacité insuffisante.

C'est alors que le Conseil Fédéral se décida à mettre hors cours les écus des pays de l'Union monétaire, et à en prescrire le retrait dans un délai de 3 mois.

De ce fait, l'importation des monnaies blanches en Suisse fut tout à fait arrêtée. Mais le gouvernement

helvétique, en édictant une telle mesure, s'était mis en marge de la convention de 1895. Il aurait dû, en effet, dénoncer préalablement la convention, et fixer à 9 mois au lieu de 3 la durée du retrait. Dans ces conditions, deux partis s'offraient à la Suisse : ou bien dénoncer la convention de 1885 et demander le rapatriement des pièces étrangères et leur remboursement selon les modes fixés, ou bien trouver dans un nouvel accord le moyen de maintenir l'Union et de régler amiablement le litige. C'est vers cette seconde solution que s'orientèrent les décisions de la conférence monétaire réunie à Paris le 21 novembre 1921.

Si la Suisse avait exigé la dissolution de l'Union latine, il en fut résulté pour notre pays de graves inconvénients dont les répercussions se seraient fait sentir sur l'équilibre de notre budget et sur la tenue de notre change. Dès le 1er janvier 1923, la France, en effet, aurait dû faire face au paiement de 60 millions en or, et envisager dans l'avenir des remboursements échelonnés, pour le surplus et s'élevant à 70 millions.

Après des discussions longues et laborieuses au sein de la conférence, les délégués du gouvernement helvétique se montrèrent conciliants et l'on aboutit à un accord qui réduisit notablement les charges de la France, sans rompre l'Union latine.

Aux termes de cet accord, la France s'engagea à rembourser la totalité des écus à son effigie détenus par la Suisse, mais le point de départ de l'exécution du contrat fut reporté au 15 janvier 1927. Le recul de cette échéance présente, comme on le voit, une importance toute particulière en raison de la dépréciation actuelle de notre change. D'autre part, le remboursement à effectuer en or fut abaissé de 60 à 20 millions.

En résumé, la situation à l'heure actuelle est la suivante : l'Union latine est maintenue, mais les écus suisses sont désormais nationalisés.

Il n'y a, croyons-nous qu'à se louer des résultats de la convention de 1921. Elle laisse intact le principe de l'Union monétaire entre pays voisins, et le maintien de cette union était désirable à un moment où la crise mondiale engendrée par la guerre, ne semble pouvoir se résoudre que par une collaboration plus étroite des nations entre elles.

---

## CONCLUSIONS

---

Ainsi, parmi tous les problèmes posés à l'attention du monde civilisé au cours des années que nous venons de vivre, celui des fluctuations du cours de l'argent-métal est peut-être un de ceux qui fut considéré comme le plus passionnant tant par la nouveauté de ses aspects que par l'étendue de ses répercussions politiques et financières.

En examinant rétrospectivement l'étendue de la crise, les esprits avisés comprendront combien elle fut, dans les pays à étalon d'or et surtout dans les pays à étalon d'argent, d'une gravité saisissante.

Cette gravité ne devra cependant pas suffire à faire considérer comme inexplicable ou même exceptionnelle dans le domaine monétaire, une perturbation qui s'est manifestée sous les formes les plus diverses, mais avec un même degré d'intensité dans tous les autres domaines, sous l'empire du bouleversement mondial déchaîné par la grande guerre.

Nous avons tenté au cours de cette étude d'analyser avec précision, et en envisageant surtout le côté purement théorique de la question, les causes générales et particulières de l'amplitude des fluctuations du cours de l'argent depuis 1915.

Ces causes, nous l'avons vu, doivent être rattachées à un certain nombre de phénomènes dont les principaux peuvent se résumer de la manière suivante :

Tout d'abord la production qui, peu d'années avant la guerre, avait atteint son maximum d'intensité, grâce à la découverte de mines nouvelles, et à la mise en œuvre de procédés d'extraction nouveaux et perfectionnés, diminua, à partir de 1914, d'une manière presque continue, en accusant un déficit de plus de 25 0/0 par rapport aux années d'avant-guerre.

D'un autre côté, et en face de la restriction de l'offre mondiale annuelle, la demande pour les usages monétaires s'accrut considérablement. Tandis que les pays occidentaux en proie à une crise de la monnaie divisionnaire précipitaient leurs achats sur le marché, l'Inde, dont le commerce d'exportation nécessitait un stock considérable de numéraire et qui, par suite de l'état de guerre, avait vu son contingent annuel d'importations d'or se réduire dans de fortes proportions, manifestait des exigences inaccoutumées.

La Chine elle-même, par l'irrégularité et la soudaineté de ses achats et de ses ventes, contribuait, en augmentant l'incertitude du marché, à provoquer de larges fluctuations et à encourager le plus souvent les ardeurs désordonnées de la spéculation.

Enfin, l'argent, traité sur le marché comme une simple marchandise, fut emporté dans le mouvement général de hausse qui atteignit, au même titre, la généralité des autres produits. C'est pourquoi l'élévation du niveau de son prix fut sensiblement parallèle à l'élévation du niveau général des prix en or aux Etats-Unis.

Après avoir ainsi étudié les causes de la hausse de l'argent jusqu'en février 1920, nous avons essayé de définir et de développer les raisons qui motivèrent la baisse rapide du métal à partir de cette date. Nous avons alors présenté ce phénomène comme une réaction spontanée de l'organisme économique, qui, en amenant

le renversement des influences qui avaient jusqu'alors pesé sur le marché, contribua à la chute inéluctable des cours.

Enfin, dans une troisième partie, nous avons donné un rapide aperçu des conséquences monétaires des variations du cours de l'argent, et des efforts qui furent tentés par certains pays pour se soustraire dans la mesure du possible aux répercussions toujours fâcheuses qui résultent de l'instabilité de valeur d'un instrument d'échange perpétuellement soumis à de brusques fluctuations.

Nous eussions vraisemblablement risqué d'être incomplet, si nous ne nous étions livré, en terminant, à certaines suppositions auxquelles se prête l'avenir du marché de l'argent.

Il y a quelques années toute prévision dans ce domaine eut pu paraître hasardeuse ; le bouleversement économique qui caractérisa le temps de guerre et les deux premières années de la paix n'autorisait alors qu'à des appréciations prudentes. Aujourd'hui, par contre, le monde semble vouloir recouvrer son équilibre, le libre jeu des lois économiques en arrive à régir à nouveau les échanges, et l'avenir peut être envisagé avec moins d'incertitude.

Le cours de l'argent se stabilisa, avons-nous dit, en 1921, à un niveau moyen sensiblement peu supérieur à celui d'avant-guerre. Il est infiniment probable que le marché n'enregistrera dans un avenir immédiat que de faibles variations en hausse ou en baisse. La simple exécution de la clause de rachat du Pittman Act, qui se poursuivra encore pendant une année et demie environ, suffira à remplir le rôle d'un volant régulateur des prix. Puis, quand les achats d'argent par le gouvernement américain cesseront de soutenir artificiellement la cote, le marché abandonné à lui-même ne sera

plus dès ce moment soumis qu'à l'action des mêmes facteurs que ceux dont avant 1914 il subissait l'influence. Les cours du métal retomberont alors vraisemblablement à leur niveau d'avant-guerre et ce niveau sera maintenu grâce à la formation d'un nouvel état d'équilibre économique entre la demande et l'offre mondiales.

Sans doute, cet état d'équilibre ne sera-t-il jamais parfait et verra-t-on se produire encore des oscillations de plus ou moins faible amplitude. Elles seront généralement occasionnées par les fluctuations souvent importantes de la demande de l'Inde qui joue sur le marché de l'argent, le rôle d'acheteur principal, ou même par la nature de la demande de la Chine, demande toujours irrégulière dans un pays où les événements économiques sont dominés par des causes extrêmement diverses, et où les importations de métaux précieux se transforment en l'espace de quelques semaines en exportations d'égale importance.

Trouvera-t-on un remède à cette situation ?

On s'est demandé si un accord entre les gouvernements pour les achats et les ventes d'argent ne pourrait pas, dans l'avenir, aboutir à une stabilisation de la demande et à une diminution de l'action aveugle de la spéculation. En cette matière, les suggestions ne sont pas nouvelles (1). L'« American Commission ou international exchange » en 1903 et la Commission monétaire mexicaine en 1905 formulaient déjà le principe d'une action solidaire des grands Etats consommateurs d'argent. Mais, en admettant même qu'une entente de ce genre puisse intervenir, le contrôle qu'elle parvien-

---

(1) Cf. Findlay Shirras « Price of silver ». Londres 1920.

*draît peut-être à établir sur les achats d'argent pour le compte des gouvernements ne pourrait en aucun cas s'étendre avec la même efficacité aux achats de métal pour le compte des particuliers qui, surtout en Asie, sont particulièrement importants et présentent presque toujours le caractère d'opérations spéculatives.*

*Pour toutes ces raisons, nous persistons à croire que l'argent, par la nature même de la demande dont il fait l'objet, verra dans l'avenir son cours perpétuellement soumis à d'imprévisibles fluctuations.*

*Il nous reste à dire quelques mots de l'avenir du métal<sup>1</sup> blanc comme instrument monétaire.*

*Il est hors de doute, que les énormes fluctuations qui, depuis 1915, ont caractérisé le cours de l'argent ont contribué à précipiter la déchéance monétaire de ce métal. Une des principales raisons de cette déchéance est donnée par Spalding lorsqu'il écrit : « Que partout où il existe comme intermédiaire dans les échanges une monnaie d'argent dont le cours est soumis à des variations incessantes, le commerce comporte un élément spéculatif qui paralyse les transactions ; que, si aux hasards et aux incertitudes du marché s'ajoute encore le risque toujours présent du change, les opérations commerciales deviennent des opérations de jeu dont le négociant ne peut prévoir ni diminuer les risques (1). C'est aussi pour cette raison qu'un mouvement en faveur de l'étalon d'or, seul étalon véritablement international des valeurs, s'est dessiné en Asie au cours de ces dernières années. L'Indochine a déjà, en ce qui la concerne, stabilisé sa monnaie par rapport au métal*

---

(1) Cf. Spalding « Eastern exchange, currency and finance ». Londres 1916.

jaune, et l'on peut prévoir que la Chine, dans un avenir plus ou moins lointain suivra cet exemple.

Y a-t-il lieu d'envisager de ce fait une restriction possible de l'emploi de l'argent comme signe monétaire ? Nous ne le pensons pas et nous estimons que le changement d'étalon monétaire ne peut avoir de répercussion sensible sur la demande d'argent de l'Asie.

L'emploi de l'or s'est bien, il faut le reconnaître, et par suite de la dépréciation de son cours, considérablement généralisé dans les pays asiatiques. Mais le métal jaune conserve dans ces pays une valeur intrinsèque trop élevée pour qu'il y soit employé comme monnaie courante ou qu'il y serve à la fabrication des bijoux usuels.

On peut donc dire que les pièces d'argent resteront les seules monnaies métalliques connues de la masse des indigènes, et que le développement économique des pays qui en font un si large usage assurera encore pendant de longues années d'importants débouchés à la production mondiale du métal blanc.

---





# BIBLIOGRAPHIE

---

## OUVRAGES DIVERS

---

- ARNAUNE (A.). — *La Monnaie, le Crédit et le Change*, Paris, 6e Edition 1922.
- CELTUS. — *La France à Gênes*, Paris, 1922.
- DECAMPS (J.). — *Les changes étrangers*, Paris, 1922.
- HOBSON (J. A.). — *Gold. Prices and Wages*, Londres, 1913.
- LEHFELD (R.). — *Gold. Prices and the Witwatersrand*, Londres, 1919.
- MAWAS (A.). — *Le change anglais depuis la guerre*, Thèse, Paris, 1921.
- PAILHAS (A.). — *L'argent-Métal*, Thèse, Paris, 1922.
- PAILLARD (G.). — *La Suisse et l'Union monétaire*, Paris, 1909.
- SHIRRAS (F.). — *The price of silver*. Mémoire présenté à la Section financière de la Société des Nations, Londres, 1920.
- SHIRRAS (F.). — *Indian Finance and Banking*, Londres, 1920.
- SHIRRAS (F.). — *Effects of the war on gold and silver*, Mémoire présenté à la Royal Statistical Society, Londres, 1920.
- SPALDING (W.). — *Eastern Exchange Currency and Finance*, Londres, 1918.

## DOCUMENTS OFFICIELS

### DOCUMENTS PARLEMENTAIRES

- Chambre des Députés : Année 1920 : N°s 875-1037.
- Chambre des Députés : Année 1922 : N°s 4017-4060-4106.

Sénat : Année 1920 : N° 145.

Sénat : Années 1922 : N°s 247-294.

#### GOUVERNEMENT GENERAL DE L'INDOCHINE

*La hausse du métal blanc et son influence sur le cours de la piastre indochinoise*, Hanoï, 1920.

*Rapport de la Commission monétaire indochinoise*, Saigon, août 1920.

*Rapport annuel de l'Administration des Monnaies et Médailles*, Paris, 1916-1920.

*Rapport annuel de la Commission de contrôle de la circulation monétaire*, Paris.

#### JOURNAUX — REVUES

##### PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

*Annals of the american Academy of political and social science* (mensuel), Philadelphie.

*Avenir du Tonkin* (quotidien), Hanoï.

*Banker's Magazine* (mensuel), Londres.

Bulletin mensuel de la *Société de Banque Suisse*, Bâle.

Circulaires des courtiers en métaux précieux de Londres, Samuel Montagu and C°, Mocatta and Goldsmith, Pixley and Abell's.

*Commercial and financial chronicle* (hebdomadaire), New-York.

*Economist* (hebdomadaire), Londres.

*Economiste Français* (hebdomadaire), Paris.

*Economiste européen* (hebdomadaire), Paris.

*Europe nouvelle* (hebdomadaire), Paris.

*Federal Reserve Bulletin* (mensuel), New-York.

*Information* (quotidien), Paris.

*Journal des Economistes* (mensuel), Paris.

*Journal de la Royal Statistical Society* (mensuel), Londres.

- Moniteur des intérêts matériels* (mensuel), Paris.  
*Quarterly Journal of Economics* (trimestriel), New-York.  
Rapport annuel de la *Banque de l'Indochine*.  
Rapport annuel de la *National Bank of India*.  
*Revue d'économie politique* (mensuel), Paris.  
*Revue économique internationale* (mensuel), Bruxelles.  
*Statist* (hebdomadaire), Londres.  
*Temps* (quotidien), Paris.  
*Temps* (supplément mensuel), Paris.  
*Times* (quotidien), Londres.  
*Times* (supplément hebdomadaire), Londres.
-



# Table des Matières

---

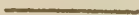
|                                                                                                           | Pages |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| INTRODUCTION .....                                                                                        | 7     |
| LA HAUSSE DE L'ARGENT DE 1915 A 1920                                                                      |       |
| PREMIÈRE PARTIE                                                                                           |       |
| TITRE I                                                                                                   |       |
| LES CAUSES DE LA HAUSSE                                                                                   |       |
| Chapitre I. — La production .....                                                                         | 15    |
| Chapitre II. — La demande des pays occiden-<br>taux pour la frappe des monnaies division-<br>naires ..... | 34    |
| Chapitre III. — La demande industrielle .....                                                             | 41    |
| Chapitre IV. — La demande asiatique .....                                                                 | 46    |
| § 1. — Demande de l'Asie avant la guerre                                                                  | 46    |
| § 2. — Demande de l'Inde depuis 1915                                                                      | 51    |
| § 3. — Demande de la Chine depuis 1915                                                                    | 65    |
| Chapitre V. — La hausse du niveau général<br>des prix .....                                               | 74    |
| TITRE II                                                                                                  |       |
| LE MARCHÉ DE L'ARGENT DE 1915 A 1920                                                                      |       |
| § 1. — Le marché d'août 1915 à février 1918                                                               | 88    |
| § 2. — Le marché de février 1918 à mars 1919                                                              | 95    |
| § 3. — Le marché de mars 1919 à février 1920                                                              | 103   |
| DEUXIÈME PARTIE                                                                                           |       |
| LA BAISSÉ DES COURS DE L'ARGENT EN 1920                                                                   |       |
| LA STABILISATION                                                                                          |       |
| DES COURS DU MÉTAL EN 1921                                                                                |       |
| Chapitre I. — La baisse des cours .....                                                                   | 113   |
| § 1. — Causes de la baisse...                                                                             | 113   |
| § 2. — Le marché de février<br>1920 à mars 1921.....                                                      | 119   |

|                                                                                   | Pages |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------|
| <b>Chapitre II. — La stabilisation des cours en 1921</b>                          | 122   |
| § 1. — La demande de la<br>Chine .....                                            | 123   |
| § 2. — La demande des ba-<br>zars de l'Inde .....                                 | 127   |
| § 3. — L'Art. 2 du Pittman<br>Act. Les achats de la Mon-<br>naie américaine ..... | 130   |

## TROISIÈME PARTIE

### CONSÉQUENCES MONÉTAIRES DES FLUCTUATIONS DE L'ARGENT DANS DIVERS PAYS

|                                                                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Chapitre I. — Dans l'Inde .....</b>                                                                                    | 141 |
| § 1. — Le système moné-<br>taire de l'Inde avant<br>1893 .....                                                            | 141 |
| § 2. — La réforme de<br>1835. Le « Gold exchan-<br>ge standart system .....                                               | 143 |
| § 3. — La hausse de l'ar-<br>gent. Ses répercussions<br>sur le système moné-<br>taire de l'étalon d'or de<br>change ..... | 150 |
| § 4. — La baisse de l'ar-<br>gent. L'échec de la ré-<br>forme de 1920 .....                                               | 163 |
| <b>Chapitre II. — Dans l'Indochine .....</b>                                                                              | 168 |
| § 1. — Système monétaire<br>de l'Indochine avant la<br>guerre .....                                                       | 168 |
| § 2. — La hausse de l'ar-<br>gent et le système mo-<br>nétaire indochinois. ....                                          | 173 |
| <b>Chapitre III. — Au Maroc .....</b>                                                                                     | 192 |
| <b>Chapitre IV. — Dans les pays de l' « Union<br/>            Latine » .....</b>                                          | 200 |
| <b>CONCLUSION .....</b>                                                                                                   | 209 |
| <b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>                                                                                                | 217 |



*Vu par le Président de Thèse,*

Germain MARTIN

*Vu : le Doyen,*

F. LARNAUDE

*Vu et permis d'imprimer*

LE RECTEUR DE L'ACADÉMIE DE PARIS

P. APPEL



---

**AL. CATHRINE** \* ☿

Imprimeur

18, place Bisson -- LORIENT

---

